

DES MARCHÉS A PRIMES
DANS LES
BOURSES DE VALEURS
(PARIS - LONDRES - BERLIN)

DES MARCHÉS A PRIMES

DANS LES

BOURSES DE VALEURS

(PARIS - LONDRES - BERLIN)

Thèse pour le Doctorat en Sciences Politiques

et Economiques

présentée et soutenue le 20 Mars 1922

par M. L. L. L.



PARIS

LIBRAIRIE GARNIER FRÈRES

15, rue des Saints-Pères

BIBLIOGRAPHIE

ALLIX. — *Des Reports dans les Bourses de Valeurs* : Th. Paris, 1900.

ARGENT (L') par un homme de lettres devenu homme de bourse. In-12, Paris, Ledoyen, 1857.

BADON-PASCAL (Ed.) — *Des Marchés à Terme. Etude pratique au point de vue légal et financier*. 3^e édition, in-8°, Paris, 1877.

BAGEHOT (W.). — *Lombard Street, ou le Marché financier en Angleterre*. In-12, Paris, Germer-Baillière, 1874.

BUZIN. — *La Bourse et ses opérations*, 1887.

BEN. — *Nouveau manuel de Bourse*, 1889.

BILSCHOWSKY. — *Ueber die Rechtliche Natur der Præmiengeschafte*. Breslau, 1892.

BIZET (L.-Ch.). — *Précis des diverses manières de spéculer sur les fonds publics en usage à la Bourse de Paris*, précédé d'une notice historique sur la Compagnie des Agents de change. 4^e édition, in-8°, Paris, Delaunay, 1921.

BOISTEL. — *Cours de Droit Commercial*. Paris, 1890.

BOUDON (Georges). — *La Bourse anglaise*. In-8°, Paris, A. Pedone, 1898.

BRESSON (Jacques). — *Des Fonds publics français et étrangers et des opérations de la Bourse de Paris*. 9^e édition, in-12, Paris, Plon, 1849.

BRONZIN. — *Théorie der Praemiengeschafte*.

BUCHÈRE (Ambroise). — *Traité théorique et pratique des opérations de Bourse*. suivi du règlement général des agents de change de Paris et du règlement particulier. In-8°, Paris, Chevalier-Marescq, 1892.

BUCHÈRE (Ambroise). — *Traité théorique et pratique des valeurs mobilières et effets publics*. Comprenant un commentaire de la loi du 15 juin 1882 sur les titres au porteur perdus ou volés. 2^e édition augmentée de la loi du 27 février 1880.

In-8°, Paris, A. Marescq aîné, Vve J. P. Billaud et Guillard, 1881.

CALEMARD DE LA FAYETTE (L.). — *Guide du client à la Bourse*, suivi d'un traité de placement de fonds et d'un tableau indiquant la valeur des monnaies étrangères. In-12, Paris, Castel, s. d.

CANON (Victor). — *Nouvelle grammaire de la Bourse*. Traité théorique et pratique des opérations de Bourse à terme et au comptant. In-8°, Auxerre, A. Lanier, s. d.

CANON. — *Traité théorique des opérations de Banque et de Bourse*. 2^e édition.

CARTERET (Alexandre). — *Des Marchés à terme*. Thèse, in-8°, Paris, A. Rousseau, 1883.

CASTELLI. — *Traité des opérations de Bourses à primes à Londres*. Paris, 1882, in-16.

CHEVILLIARD (G.). — *Le Stock-Exchange. Les usages de la place de Londres et les fonds anglais*. 2^e édition, in-8°, London, Effingham Wilson ; Paris, Boyveau et Chevillet, 1904.

CHEVROT (René). — *Pour devenir financier. Traité théorique et pratique de banque et de bourse*. In-8°, Paris, Gauthier-Villars, 1893.

CHRISTOPHE. — *Brigandages financiers*. Saint-Dié, 1901.

COFFINIÈRES (A.-S.-G.). — *De la Bourse et des spéculations sur les effets publics*. In-8°, Belin-Le-Prieur, 1824.

COHN. — *Beiträge zur deutschen Borsen Reform*. Leipzig, Decker, 1895.

COMBAT. — *Les affaires de Bourse*. Berger-Levrault, 1915.
Banques et Opérations de Bourse. Berger-Levrault, 1911.

COSAK. — *Traité de Droit commercial*. Giard et Brière, t. II, 1905.

COSSON (Emile). — *L'Agiotage et les syndicats financiers*. Br. in-8°, Paris, Chevalier-Marescq, 1889.

COURCELLE-SENEUIL (J.-G.). — *Traité théorique et pratique des opérations de banque*. 10^e édition, revue par André Liesse, in-8°, Paris, F. Alcan, 1909.

COURTOIS, fils (Alphonse). — *Défense de l'agiotage*. In-12, Paris, Garnier, Guillaumin, 1864.

COURTOIS, fils (Alphonse). — *Traité des opérations de bourse et de change*. In-12, Paris, 13^e édition, revue par Emmanuel Vidal, 1904.

COURTOIS, fils (Alphonse). — *Manuel des fonds publics et des sociétés par actions*. 8^e édition, in-4°, Paris, Garnier, 1883.

COZIC (H.). — *La Bourse mise à la portée de tous*. In-8°, Paris, « Lib. Ill. », s. d.

CREPON (T.). — *De la négociation des effets publics et autres*. Appendice contenant les lois, décrets. In-8°, Paris, F. Pichon, 1886.

DALLOZ. — *Manuel des opérations de Bourse. Législation, jurisprudence*, 1911.

DELOISON (Georges). — *Traité des valeurs mobilières françaises et étrangères et des opérations de Bourse*. In-8°, Paris, L. Larose et Forcel, 1890.

DEPITRE (Edgard). — *Les Caisses de liquidation des opérations à terme sur marchandises*. Etude juridique et économique. In-8°, Paris, A. Rousseau, 1907.

DEUSTCH. — *Parités et Arbitrages*.

DICONNE. — *Des marchés à primes dans les Bourses de valeurs*. Thèse, Paris, Bonvalot, Jouve, 1907.

DUCHATEAU. — *Cours de la Bourse illustré*, Paris. Edité par « La Finance Française », 1901.

DUFOURMANTELLE (Roger). — *Les Reports en Bourse*. Théorie. Jurisprudence. Br. in-12, Paris, Giard et Brière, 1919.

DUMONT (Maurice). — *Code de la Bourse. Traité théorique et pratique des opérations de Bourse*.

FAVRE. — *La Bourse clairement expliquée*, 1907.

FAYÉ (Henri). — *Petit manuel théorique et pratique à l'usage de la Bourse de Paris*. 2^e édition, in-12, Paris, P. Sevin, s. d.

FONTAINE (Henri). — *La Bourse et ses opérations légales*. *Traité de droit financier*. In-8°, Paris, A. Pedone, Marchal et Billard, 1905.

FRANCIS (John). — *La Bourse de Londres*. Trad. de l'anglais et introduction par M. N. Lefèvre-Duruflé. In-8°, Paris, J. Renouard, 1854.

FREMERY (A.). — *Des opérations de Bourse*. In-8°, Paris, Alex. Gobelet, Remoissonnet, 1833.

FREREJOUAN DU SAINT (G.). — *Jeu et pari, au point de vue civil, pénal et réglementaire, Loteries et valeurs à lots. Jeux de Bourse. Marchés à terme*. In-8°, Paris, L. Larose, 1893.

FURST. — *Praemien, Stellage, Nochgeschaefte*.

GAREIS. — *Handelsrecht. — Die Borse und die Gründungen*, 1874.

GAUTIÉ (Jean-François). — *Marchés à terme sur valeurs de bourse*. Thèse, in-8°, Toulouse, F. Estelle, 1890.

GHERARDT. — *Le Gain Mathématique à la Bourse de Paris*. C. Amat, 1910.

GODA (A.). — *De l'aléa. Jeux, opérations de bourse, loteries et tombolas, valeurs à lots, crédit foncier*. In-8°, Paris, Delamotte, fils, 1882.

GOLDSCHMIDT. — *Reugeld*.

GUILMARD (Emile). — *Le Marché libre et la Bourse de Paris*. In-8°, Paris, P. Rosier, 1912.

GUILMARD (Emile). — *Les Reports en Bourse et la loi du 28 mars 1885*. In-8°, Paris, P. Rosier, 1913. — *Manuel des opérations de bourse et des valeurs mobilières*. Législation. Jurisprudence. 2^e édition, in-12, Paris, Dalloz, 1911.

GUILLARD (Edmond). — *Les opérations de Bourse*. In-8°, Paris, Guillaumin, 1875.

GUYOT (Paul). — *La réforme des bourses allemandes*. (Nouvelle du 8 mai 1908.) *Etude économique et juridique sur le marché à terme*. In-8°, Paris, A. Rousseau, 1911.

HAMBURGER. — *Le Guide pratique de la Bourse*. 11^e édition, Paris, 1914.

HIRST (Francis-W.). — *The Stock Exchange. A short study of investment and spéculation*. In-12, London, Williams and Norgate, s. d.

HOLZ (Leonhard). — *Die Praemiengeschaeft*. Berlin, Decker, 1905.

JEANNERET (Jules). — *Le jeu, le pari et les marchés de bourse*.

JEANNOT-BOZERIAN. — *La Bourse, ses opérateurs et opérations*. Appendice contenant les principaux règlements adoptés par la Compagnie des agents de change de Paris. In-8°, Paris, E. Dentu, A. Marescq aîné, 1859.

JOBIT, Ministère des Finances. — *Bourses des valeurs et sociétés par actions*. Imprimerie nationale, 1903.

LABHART (Théodore). — *Guide pratique pour la Bourse de Londres*. Br. in-8°, Paris, A. Rousseau, 1909.

LAFARGUE. — *Fonction économique de la Bourse. Contribution à la théorie de la valeur*. Giard et Brière, 1897.

LALLIER. — *Opérations de Bourse mises à la portée de tous. Echelles des primes*. Lille, Danel, 1895.

LAMBERT (Eliezer). — *Dictionnaire pratique de législation et de jurisprudence sur les opérations de bourse, la négociation, la transmission et la revendication des valeurs mobilières, les agents de change, la banque et la coulisse*. In-8°, Paris, V. Giard et E. Brière, 1902.

LAMST. — *Des opérations de la Bourse de Paris, ou explication*

raisonnée du tableau des fonds publics qui se publie dans les journaux. Br. in-24, Paris, -E. Ducrocq, 1841.

LAMY (Etienne). — *Des opérations de bourse*. Thèse. In-8°, Paris, L. Toinon, 1870.

LAUNAC. — *Dictionnaire des opérations de Bourse*, 1920, t. I.

LAUMONT-PEYRONNET. — *Etude sur les agents de change et les jeux de Bourse*. In-8°, Toulouse, P. Privat, 1877.

LEFEVRE (H.). — *Traité des valeurs mobilières et des opérations de Bourse. Placement et spéculation*. In-12, Paris, E. Lachaud, 1870.

LÉON (Eugène). — *Etude sur la coulisse et ses opérations*. Thèse, in-8°, Paris, A. Rousseau, 1896.

LESCURE (Jean). — *Le marché à terme de bourse en Allemagne*. Etude juridique et économique. In-8°, Paris, L. Larose et L. Tenin, 1908.

LESER (E.). — *Zur Geschichte der Praemiengeschaefte*. Berlin, 1896.

LEVY (Raphaël-Georges). — *Les Fonds publics allemands*. Br. in-8°, Paris, « Revue politique et parlementaire », 1912.

LYON-CAEN ET RENAULT. — *Traité de droit commercial*. 5^e édition, t. I, in-8°. Paris, lib. gén. de Droit et de Jurisprudence, 1921.

LYON-CAEN ET RENAULT. — *Traité de droit commercial*, 8 tomes, en 9 vol. In-8°, Paris, Pichon et Durand Auzias, 1901-1909.

MARIN (O.). — *La Bourse expliquée à tout le monde*. Nouveau traité élémentaire des opérations de bourse. 9^e édition, in-8°, Paris, « l'Auteur », 1887.

MARINITISCH. — *Bourse théorique et pratique*. Paris, 1892.

MASSELIN (O.). — *Dictionnaire juridique. Législation et nouvelle jurisprudence en matière de finances et sociétés, sur les opérations de banque, bourse et coulisse*. 2 vol. in-8°, Paris, l'« Auteur » ; Bar-le-Duc, Comte-Jacquet, 1888.

METTETAL (Henri). — *Les jeux de bourse et la liquidation*. Les lois française, belge, anglaise, autrichienne, italienne, russe et les documents parlementaires des chambres belge, italienne, autrichienne sur les marchés et opérations à terme. In-12, Paris, E. Dentu, 1882.

MOSER. — *Le petit échellier*. Paris, André, 1901.

MOGER-JAMES. — *Lehre von den Zeitgeschäften und deren Kombinationen*. Berlin, 1875.

PAGE. — *La Bourse classique modernisée*, 23, rue Choiseul. 1912.

PEUCHET. — *Manuel du banquier, de l'agent de change et du courtier*. contenant les lois et règlements qui s'y rapportent. In-18, Paris, Roret, 1829.

PIDOUX (P.). — *Manuel des valeurs à lots françaises et des obligations françaises et étrangères*. In-12, Paris, Guillaumin, 1885.

PIREYRE MEYER. — *Traité pratique des opérations de Bourse*, 1914.

POLEY GOUD. — *The history law and practice of the Stock Exchange*. 2^e édition, revised, London, Pitman and Sons, 1911.

PRAT (Eugène-Marie de). — *Des Reports*. Thèse, in-8°, Paris, A. Rousseau, 1886.

PROUDHON (P.-J.). — *Manuel du spéculateur à la Bourse*. 3^e édition. In-12 (Epuisé), Paris, Garnier, 1887.

RAMBAUD (Prosper). — *Du Placement des capitaux en valeurs de bourse*. 2 vol. in-8°, Paris, E. Thorin, 1884.

Rationale (The) of market fluctuations, by a city editor. In-12, London, Effingham Wilson, 1876.

REGNAULT (Jules). — *Calcul des chances et philosophie de la Bourse*. In-8°, Paris, Mallet Bachelier ; Castel, 1863.

RENDU (Ambroise). — *Le jeu, le pari et les marchés de bourse*. In-8°, Paris, Pichon-Lamy et Dewez, 1870.

RENNEX (A. de). — *L'existence du rentier*. In-12, Paris, Guillaumin ; Lausanne, G. Bridel, 1894.

REVON. — *Grammaire de la Bourse*. Paris, 1889.

ROBERT-MILLES (S.). — *Grammaire de la Bourse*. 2^e édition, in-8°, Paris, P. Sévin, 1892, et 4^e édition, 1905.

RODET. — *Marchés à terme et jeux de bourse*. 1881.

ROUSSEAU (Rodolphe) et GALLIE (Louis). — *Traité pratique de droit financier. Banques, Bourses de commerce, Valeurs et marchandises*. 2 vol. in-4°, Paris, A. Rousseau, 1914.

ROUSSEL (Pierre-Antoine-Eugène). — *Des agents de change et des jeux de bourse*. Thèse, Paris, Moquet, 1859.

ROUSSEL. — *Manuel du spéculateur et du capitaliste*. In-12, Paris, Guillaumin, 1904.

RUOTTE (J.). — *Opérations et travaux de banque*. Précis d'un cours élémentaire qui a été fait à la Société d'enseignement professionnel du Rhône, 4^e édition. In-8°, Lyon, A. Storck, 1906.

SALZEDO (Numa). — *La Coulisse et la jurisprudence. Etude sur le monopole des agents de change.* In-8°, Paris, L. Larose et Forcel, 1882.

SAYOUS (André-E.). — *Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce et les lois impériales des 22 juin et 5 juillet 1898.* Thèse. In-8°, Paris, A. Rousseau, 1898. — *Etude économique sur les Bourses allemandes,* 1898.

SALING'S BORSEN PAPIERE. — *Die Börse und die Börsengeschäfte. Handbuch,* 1912-1913. In-8°, Berlin-Leipzig-Hamburg.

SCHNEIDER (Aug.) und DAHLHEIM (P.). — *Usancen der Berliner Fond-Börse.* In-16, Berlin, F. Dümmler, 1900.

SCHREIBER. — *Guide de la Bourse de Berlin.* Wedekind, 1907.

SCHUSTER-RICHARD. — *Die Praemiengeschäfte inaugural dissertation zur Erlangung der Doktorwürde an der Universität Marburg.* 1903.

SCHWABE WALTER. — *Stock Exchange.* London, Wilson, 1915.

STOCK EXCHANGE, INVESTMENTS. — *History ; practice ; and results.* 8^e édition, rev. and enlarg. In-8°, London, Simpkin Marshall, Hamilton and Kent, 1900.

STRUCK (Emil). — *Die Effekten Börse.* Leipzig, 1881.

SZKOLMY. — *Theorie und Praxis des Præmiengeschäfte.* 1883.

THALLER. — *Traité élémentaire de droit commercial,* 6^e édition revue et mise à jour par Percerou, 1922.

THOEL. — *Handelsrecht. — Der Verkehr von Staatspapieren.* 1835.

TOUSSAINT (Gustave). — *Parquet et coulisse. L'article 76.* In-8°, Paris, A. Rousseau, 1891.

VAINBERG (S.). — *La légalité des opérations de bourse exécutées par les banquiers et coulissiers.* Consultation. Br. in-12, Paris, P. Dubreuil, 1885.

VAINBERG (S.). — *Le mécanisme des opérations de bourse.* In-12, Paris, A. Marescq aîné, 1882.

VERCAMER (Em.). — *Etude historique et critique sur les jeux de Bourse et marchés à terme.* In-8°, Bruxelles, Em. Bruylant ; Paris, A. Chevalier-Marescq, 1903.

VIDAL (Emmanuel). — *Les « jours noirs » à la Bourse de Paris (du 23 juillet au 7 décembre 1914).* Br. in-8°, Paris, Picard, 1919.

VIDAL (Emmanuel). — *Bourses de Valeurs mobilières. Conférence faite le 10 mai 1916 à la Sorbonne.*

WACHTEL. — *Præmien-Stellage und Nochgeschæfte*. Wien, 1897.

WAHL (Albert). — *Précis théorique et pratique de Droit commercial*. 1^{er} fasc., in-8°, Paris, Lib. du « Recueil Sirey », 1921.

WORMS (Emile). — *Sociétés par actions et opérations de bourse*. In-8°, Paris, Cotillon, 1867.

INTRODUCTION

SECTION PREMIÈRE

Objet et sources de cette étude : de la technique économique et pratique des marchés à primes.

Il se traite dans les Bourses de valeurs deux sortes de marchés : les marchés *au comptant* et les marchés *à terme* ; ces derniers se subdivisent en marchés *à terme ferme* et en marchés *à primes ou conditionnels*.

Si les marchés au comptant et à terme qui ont fait l'objet de traités importants sont généralement assez bien connus, la technique des marchés à primes est encore du domaine des professionnels et beaucoup ignorent même les principes fondamentaux de leur mécanisme.

Quand on connaît la place qu'ils occupent sur les marchés des valeurs, égale sinon supérieure à celle des marchés à terme ferme, — or, Bozerian estimait que ces derniers étaient cinquante fois supérieurs aux marchés au comptant, — on est quelque peu surpris de l'indifférence dans laquelle ils ont été tenus par les auteurs : leur importance suffirait seule à justifier la longueur de ce travail, dont l'objet principal est l'étude de la technique économique et pratique des marchés à primes. Nous avons jugé utile de la faire précéder d'un aperçu très bref sur les *marchés à terme* en général et les *marchés reports*, dont le lecteur devra préalablement connaître le mécanisme général pour être à même de suivre nos développements ultérieurs.

Notre tâche a été rendue très malaisée, en ce qui concerne l'étude des marchés à primes, par suite du manque presque absolu de traités français sur la question. Quelques profession-

nels se sont bornés à envisager le côté purement pratique de ces marchés et à ne présenter que les combinaisons plus ou moins compliquées auxquelles ceux-ci peuvent donner lieu ; aucun n'a fait un exposé avec la clarté et l'ampleur qui eussent cependant été justifiées par l'importance et l'aridité d'un tel sujet.

Elle a été aussi rendue périlleuse par l'obligation dans laquelle nous avons été de soumettre à une critique sévère des monographies qui sont, non seulement très pauvres et toujours incomplètes, mais le plus souvent tendancieuses.

Il convient cependant de mentionner *La Grammaire de la Bourse*, de R. Milles, et *Le Guide pratique de la Bourse*, de Hamburger, qui ont le mérite d'être faits par des professionnels, mais sont tous deux des manuels généraux de Bourse et ne consacrent, de ce fait, qu'une place limitée aux marchés à primes. Je ne parle pas des ouvrages de droit généraux : droit commercial, économie politique, législation et droit financiers qui, pour la plupart, se bornent à signaler l'existence des marchés à primes.

Aussi, à défaut de traités importants français, nous avons dû largement faire appel aux sources anglaises et allemandes. Sans doute les traductions de textes étrangers fort difficiles à faire, en raison des termes techniques qu'ils contiennent, ont été une cause de lenteur pour notre travail, mais la richesse de documents que nous y avons trouvée a largement compensé l'effort supplémentaire que nous ne nous étions pas vainement imposé.

En ce qui concerne le Marché de Londres, Francis (John) Hirst, Chevilliard (Stock Exchange) et Castelli ont été pour nous des guides précieux. Les auteurs allemands surtout ont fait, dans ce domaine, œuvre plus scientifique, en se livrant à de nombreuses études juridiques, morales et économiques sur les marchés conditionnels. C'est de ces dernières dont nous nous sommes particulièrement inspiré ; elles ne nous ont pas simplement servi à l'étude des Bourses allemandes, mais nous ont fourni la matière la plus importante de tout notre travail en général, et, spécialement, de la première partie relative aux lois économiques des marchés à primes, tels : Holz, *Die Praemiengeschaeft*, Leser (E.), *Zur Geschichte der Praemiengeschaeft* ; Schreiber ; Schuster (Richard), *Die Prae-*

miengschaefte; Struck (Emil), et surtout Thoel et Moser (1).

De plus un certain nombre de professionnels auxquels nous avons fait appel ont bien voulu nous fournir des indications souvent fort utiles. Enfin, nous avons surtout mis à profit l'expérience personnelle que nous possédons de la pratique de ces marchés, laquelle nous a toujours guidé dans une étude, où, peut-être plus qu'ailleurs, il est indispensable de s'appuyer sur la réalité des faits ; c'est le désir de faire un travail précis et qui s'inspire toujours de la pratique qui explique le grand nombre d'exemples et d'observations que nous n'avons pas craint de prodiguer tout au long de cette étude.

SECTION II

Caractères particuliers de la première partie : technique économique.

En ce qui concerne la technique économique des marchés à primes, objet de la première partie de notre travail, et qui doit retenir surtout l'attention du lecteur par son importance et sa nouveauté, nous nous sommes particulièrement attaché à étudier l'opération à prime en elle-même, à analyser ses deux facteurs essentiels : *Ecart* et *Prime*, dont il importe de connaître parfaitement les rôles pour être à même de bien comprendre le mécanisme des marchés à primes.

Il entre dans une opération à prime trois éléments variables : l'*écart*, la *quotité de la prime* et l'*échéance*.

La prime française, ou prime pour lever, se négocie à un cours plus élevé que le ferme ; la différence entre les deux s'appelle : l'*écart*. La *quotité de la prime* est le montant du dédit stipulé : 5, 10, 20, 100 francs. Enfin la date à laquelle la partie qui possède un droit d'option devra faire connaître sa décision s'appelle : l'*Echéance*, ou *Réponse des primes* ; elle peut être fixée à 15, 30, 45, 60 jours, etc...

De la combinaison entre eux de ces divers facteurs, il résulte qu'au même moment, et sur un même cours ferme, avec dix primes par exemple de quotités différentes et négociables à cinq échéances possibles, il peut être conclu cinquante opérations à primes, à un cours différent.

(1) Cf. Indications de la Bibliographie.

Ce sont les rôles respectifs et conjugués entre eux de ces facteurs qui déroutent de prime abord les non-initiés, aussi les avons-nous synthétisés en prenant pour base l'écart dans les trois lois économiques auxquelles obéissent tous les marchés à primes.

On ne comprend pas, et c'est là une deuxième difficulté apparente qu'offre l'opération à prime, l'influence de l'écart et sa nécessité : comment celui-ci est un gain pour le vendeur et une perte pour l'acheteur, pourquoi il se « tend », c'est-à-dire augmente quand la quotité de la prime décroît ou l'échéance s'éloigne, et se « détend » ou diminue, dans le cas contraire. Nous savons que la prime est un *gain* ou une *perte* réels pour le vendeur, ou pour l'acheteur, et que l'écart est une *probabilité de gain* pour le vendeur et de *perte* pour l'acheteur. Il apparaît qu'un marché, dans lequel une partie a stipulé à son profit un *gain réel* tandis que l'autre ne possède qu'une *probabilité de gain*, ne saurait être conclu sur des bases aussi inégales.

Mais toute la technique des marchés à primes repose sur le calcul des probabilités ; or, on démontre, par application de ce dernier, à la Bourse, que les variations d'une valeur sont égales pour des temps égaux et qu'elles tendent dans le temps à se rapprocher d'un écart moyen (1).

Il est, dès lors, raisonnable de considérer une *probabilité de gain* ou de *perte* comme un *gain* ou une *perte réels*, dans la mesure où l'écart de la prime qui exprime cette probabilité tend à se rapprocher de l'écart moyen de la valeur dans un temps donné (2).

(1) L'écart moyen est le résultat que l'on obtient en divisant la somme des variations d'une valeur par le nombre d'opérations auxquelles elle a donné lieu dans un temps donné.

Soit une valeur qui pendant une séance de Bourse a fait l'objet de huit transactions chacune à un cours différent : 101, 95, 99, 104, 97, 103, 105, 107 ; les différences de cours sont respectivement de 6, 4, 5, 7, 6, 2, 2 francs. L'écart moyen de cette valeur, pendant un jour, est égal à la somme de ses variations : $32 : 8 = 4$ francs. On trouve de même l'écart moyen pendant un mois, un an, etc., mais les résultats sont d'autant plus exacts que les calculs portent sur un espace de temps plus grand.

(2) Il nous eût été agréable de nous étendre encore plus longuement que nous l'avons fait dans le cours de ce travail sur l'application du calcul des probabilités aux marchés à primes ; il nous eût fallu pour cela entrer dans des développements sur les théorèmes de Bernouilli, la formation de l'écart probable et moyen, leurs rapports dans le temps, ce qui nous aurait entraîné hors du cadre que nous nous étions tracé. Nous renvoyons pour l'étude de ce sujet à un livre vraiment curieux : *Calculs des chances et Philosophie de la Bourse*, de J. Regnault. Paris, Mallet Bachelier Castet, 1863.

Mais le prix des primes n'est pas seulement déterminé par la probabilité mathématique de gain ou de perte, il est encore influencé par un élément entièrement étranger au calcul, et qui est la certitude pour l'acheteur que sa perte ne dépassera jamais un certain taux, certitude qui n'existe pas dans les opérations ordinaires. A mesure que la perte initiale pour l'acheteur diminue, sa témérité augmente, voilà pourquoi ce facteur, d'ordre psychologique, contribue à élever sensiblement le cours des primes quand la quotité de celles-ci diminue ou que leur échéance s'éloigne.

Ce fait que nous croyons mettre en lumière pour la première fois, nous l'avons exprimé dans trois corollaires qui compléteront les grandes lois économiques qui régissent les marchés à primes. Les lois que nous avons formulées sont le résultat d'observations multiples puisqu'elles reposent sur le calcul des probabilités, nous prévenons donc le lecteur qu'il ne pourra utilement en contrôler l'exactitude que si ses vérifications portent sur un assez grand nombre de cours.

SECTION III

Caractères particuliers de la deuxième partie : Exposé technique du mécanisme de ces marchés.

Dans la deuxième partie de notre travail qui est un exposé technique des opérations à primes, tous nos efforts ont porté sur leur classement. Il fallait avant tout permettre au lecteur de se reconnaître dans une étude qui se présente trop souvent comme un amas d'opérations enchevêtrées les unes dans les autres et confondues ensemble.

En y regardant de près, ces opérations ont des liens communs et peuvent être groupées. Chacun des trois modes de classement que nous avons adoptés contient toutes les opérations à primes possibles, et répond à un but particulier. Le premier classement, dit *analytique*, est le tableau de toutes les opérations possibles résultant de la combinaison d'un achat ou d'une vente de primes de toutes catégories, en quantité inférieure, égale ou supérieure, avec un achat ou une vente ferme d'une quantité donnée ; le deuxième classement, basé

sur l'importance du risque, distingue les *opérations à risques limités* de celles à *risques illimités* ; enfin, le troisième, basé sur l'orientation du bénéfice, contient quatre groupes : *les opérations dirigées à la hausse, à la baisse, celles en bénéfice sur maintien des cours, et celles dont le bénéfice résulte de gros mouvements de cours, dites « à cheval »*.

Celui qui possédera bien ces classements aura la clef des opérations à primes ; en les comparant entre eux et par des recoupements il trouvera aisément la nature d'une opération quelconque.

Il est évident que le spéculateur peut modifier et les quotités de primes, et les quantités de ferme ou de primes négociées, mais quelle que soit la combinaison obtenue, celle-ci doit correspondre à une des opérations types mentionnées dans les tableaux.

Nous avons divisé notre exposé technique en deux parties : « l'Etude pratique des opérations à primes » et « l'Art de défendre et de liquider les opérations à primes ». Nous avons adopté le troisième classement dans la première partie et le deuxième dans la seconde partie, parce que l'un et l'autre, dans chaque cas, répondaient mieux, comme on pourra s'en apercevoir, à la nature et aux besoins de nos développements.

Comme nous le verrons plus loin, les marchés conditionnels tiennent au Stock Exchange de Londres et dans les Bourses allemandes une place bien plus importante qu'à Paris.

Tandis que nous ne connaissons qu'une seule catégorie de prime : « la prime pour lever », à Londres, il se traite couramment cinq sortes de primes, et à Berlin, onze. Ces chiffres suffisent à donner une idée de l'activité que les opérations à primes créent sur ces places.

Nous avons été obligé d'être très bref aussi sur la technique pratique des opérations à primes dans les Bourses allemandes ; un exposé complet des opérations possibles avec les nombreuses primes négociées sur cette place nous eût entraîné beaucoup trop loin (1).

(1) On consultera utilement à ce sujet : Moser, *Lehre von den Zeitgeschäften und deren Kombinationen*, Berlin, 1875 ; — Thoël, *Handelsrecht* ; — Holz (Leonhard), *Die Praemiengeschäfte*, Berlin, Decker, 1905 ; — Schuster (Richard), *Die Praemiengeschäfte*. Inaugural dissertation zur Erlangung der doktorwürde an der Universität Marburg, 1903.

En un mot, nous avons cherché, en ce qui concerne les Bourses étrangères, à faire ressortir les caractères distinctifs des marchés à primes de ces diverses places en les comparant avec ceux pratiqués à Paris.

Ecrivant ici sur un sujet technique, nous avons librement employé les termes du langage boursier après en avoir donné préalablement la définition.

Le lecteur appréciera l'aide précieuse que lui fourniront les graphiques par lesquels nous avons représenté les principales opérations à prime, et dont les images se gravant aisément dans son esprit l'aideront à fixer ses idées et lui faciliteront sa tâche de nous suivre.

Cependant, nous ne prétendons pas avoir trouvé le moyen de rendre simple et facile un sujet complexe en lui-même, mais nous croyons l'avoir rendu accessible à tous ceux désireux de s'en instruire; nous ne revendiquons pas non plus l'honneur d'avoir fait un travail complet, mais nous serions pleinement satisfait si le but que nous avons poursuivi, de faire surtout œuvre nécessaire et originale en mettant en lumière un des principaux éléments d'activité du Marché des valeurs, était atteint et correspondait aux efforts que nous y avons consacrés.

LIVRE PREMIER
MARCHÉ DE PARIS

PREMIÈRE PARTIE

MARCHÉS AU COMPTANT ET A TERME

EN GÉNÉRAL ⁽¹⁾

CHAPITRE PREMIER

MARCHÉS AU COMPTANT

Les opérations au comptant sont celles qui sont suivies dans un assez bref délai du transfert des titres et du paiement, et qui est limité en général au temps nécessaire pour effectuer les opérations matérielles de transmission.

(1) Sayous, *Etude économique sur les Bourses allemandes*, 1898, p. 229 et s. — Bozerian, *La Bourse, ses opérations*, 1859, p. 87 et s. — Thaller, *Traité élémentaire de droit commercial*, 1922, 6^e édition, n° 625 et s. — Boistel, *Cours de droit commercial*, Paris, 1890, n° 629. — Lyon-Caen et Renault, *Traité de droit commercial*, n° 1510. — Buchère, *Traité pratique et théorique des opérations de Bourse*, p. 495. — Cosak, *Traité de Droit commercial*, t. II, 1905, p. 234.

CHAPITRE II

TECHNIQUE GÉNÉRALE DES MARCHÉS A TERME

« Le Marché à Terme consiste à fixer, dès la conclusion du « contrat (Achat ou Vente), toutes les conditions : nature « exacte de la marchandise, quantité, prix, époque de livraison, « mais en en différant l'exécution, c'est-à-dire en en différant « à la fois le paiement et la livraison » (1) à une époque appelée *liquidation*. Les Marchés à Terme se distinguent des marchés au comptant et surtout des marchés à livrer, non pas par la fixation d'une échéance précise à laquelle devra s'exécuter effectivement le marché, mais par l'existence de tout un système de clauses fixes, stéréotypées, suffisamment générales pour permettre à un grand nombre de personnes d'opérer sur ces désignations, suffisamment précises pour que les parties n'aient pas à en modifier ou à y ajouter quelque trait.

En général, on peut considérer comme caractéristiques dans la plupart des Bourses les habitudes d'opérer à une date toujours la même (quinzaine ou fin de mois) sur une quantité minimum et ses multiples, et sur un type bien défini.

La technique du marché à terme de Bourse repose donc sur la notion juridique de fongibilité qui fait toute son importance.

Le fait que l'exécution de ces marchés est différée permet au spéculateur de convenir d'achats ou de ventes, sans avoir immédiatement à sa disposition l'argent nécessaire, ou les titres; il peut ainsi profiter d'un cours favorable pour exécuter son opération. On dit, dans un sens large, qu'il est « à découvert », bien que ce terme s'applique plus spécialement au vendeur sans titre.

L'acheteur, dès le marché conclu, est propriétaire du titre,

(1) Nogaro, *Traité élémentaire d'Economie politique*, 1921.

il en a tous les avantages et en subit tous les risques ; si la valeur monte, il est en bénéfice ; et si elle baisse, il subit une perte. Le vendeur n'est qu'un simple détenteur ; s'il possède le titre qu'il a vendu, il le livre à l'échéance, mais s'il ne le possède pas, et c'est toujours le cas, il doit se le procurer sur le marché avant ou tout au moins au moment de l'échéance ; c'est là que réside le risque du vendeur ; si le prix qu'il doit verser pour acquérir le titre est moins élevé que celui auquel il l'a vendu, en un mot, si les cours ont baissé, il réalise un gain égal à l'écart entre la vente et l'achat, mais si les cours ont monté, il subit une perte.

CHAPITRE III

TROIS MODES DE RÈGLEMENT DES MARCHÉS A TERME (1)

a) *Exécution effective.* — Quand arrive l'échéance, une opération à terme peut se régler de trois manières différentes : Le spéculateur peut exécuter son marché; l'acheteur en prenant livraison, en « levant » les titres, et en payant le prix convenu; le vendeur en livrant les titres et en encaissant le prix. Un marché à terme ainsi résolu ne diffère du marché au comptant que par la date de livraison.

b) *Compensation ou liquidation par deux opérations contraires.* — Le spéculateur peut ne pas avoir à l'échéance à exécuter son marché, si avant ou à cette date il a « liquidé » son opération ou « s'est liquidé », c'est-à-dire si l'acheteur a vendu, ou le vendeur a acheté ; au lieu d'avoir à prendre livraison et à livrer ensuite, ou de livrer d'abord et d'avoir à prendre livraison après, l'acheteur ne prend pas livraison, et le vendeur ne livre pas; il s'établit pour l'un et l'autre une compensation entre l'Achat et la Vente et tous deux se trouvent libérés de l'obligation d'exécuter, en ce qui concerne le titre.

Mais le prix auquel les deux opérations ont été conclues est rarement le même. Si l'acheteur a vendu à un cours plus élevé que celui auquel il avait acheté, il a réalisé un gain égal à l'écart entre les deux cours, dans le cas contraire il a subi une perte ; de même, le vendeur qui achète à un cours moins élevé que celui auquel il a vendu a fait un bénéfice, et dans le cas contraire subi une perte. Ils auront donc tous

(1) Thaller, *op. c.*, n° 927-932. — Laumont Peyronnet, *Etude sur les Jeux de Bourse*, p. 126 et s. — Buchère, *op. c.*, n° 356 et 374. — Bozerian, *op. c.* n° 114 et 115. — Deloison, *Traité des Valeurs mobilières et des opérations de Bourse*, n° 429 et s. — Jobit. — *Ministère des Finances. — Bourses des Valeurs*, p. 24.

deux une différence à recevoir ou à payer. On voit ainsi que par le jeu des compensations « la liquidation » de ces marchés est simplifiée, et se résoud ainsi par un solde débiteur ou créateur, résultant de deux opérations contraires : achat et vente, vente et achat. A l'échéance, ceux-là seuls devront livrer les titres, les vendeurs qui n'ont pas racheté, de même que les acheteurs qui n'ont pas revendu devront payer ; les autres qui ont « couvert » leur première opération par une autre opération en sens contraire seront liquidés, auront fait un marché se résolvant par une différence créditrice ou débitrice (1).

L'acheteur cherche à vendre à un cours supérieur les titres achetés par lui, on dira qu'il est « haussier », « bull » (taureau), et le vendeur à racheter en baisse, celui-ci est un « baissier », « bear » (ours), à Londres, ou « Contremineur », à Berlin. Le premier voit la hausse et son opération initiale est un achat, le second la baisse et il commence par vendre.

c) *Marché Report*. — Enfin une opération à terme peut faire l'objet d'un troisième mode de Règlement : le Report.

(1) Buchère, *op. c.*, p. 496. — Thaller, *op. c.*, n° 841 et 923.

CHAPITRE IV

MARCHÉ REPORT (1)

a) *Son rôle.* — Quand un spéculateur prévoit que la hausse ou la baisse se produira ou s'accroîtra au delà de l'échéance, et veut rester vendeur ou acheteur, il adopte un troisième mode de Règlement, en faisant reporter son Achat ou sa Vente au Terme suivant.

A la liquidation, toutes les opérations à terme doivent être « liquidées », compensées ; celles que les spéculateurs veulent proroger n'en sont pas dispensées, et elles le sont sur un cours conventionnel appelé *Cours de Compensation*. Chaque acheteur est censé vendre au comptant à ce cours les valeurs qu'il ne lève pas, comme s'il se liquidait définitivement, puis les racheter en même temps à terme ; le vendeur est censé acheter au comptant à ce cours les valeurs qu'il ne livre pas, puis les vendre en même temps à Terme à la prochaine échéance.

Les différences entre l'Achat ou la Vente et le cours de compensation au comptant sont soldées par le vendeur et l'acheteur, et l'un et l'autre deviennent respectivement vendeur et acheteur pour le prochain terme à ce cours augmenté ou diminué du *report* ou du *déport*, c'est-à-dire de l'écart entre le cours du comptant et du terme, du jour de la liquidation.

Un spéculateur pourrait, sans faire appel au marché report, acheter ou vendre lui-même au comptant, et vendre et acheter ensuite à terme, mais ce procédé est contraire à ses intérêts, parce que si tous les spéculateurs opéraient isolément, le marché

(1) Bozerian, *op. c.*, n° 15. — Allix, *Des reports dans les Bourses de Valeurs*, Thèse 1900. — Colson, *Traité d'Economie Politique*, 1906-1907. — Deloison, *op. c.*, p. 584. — Buchère, *op. c.*, p. 399. — Bozerian, *op. c.*, p. 107. — Wahl *Cours de droit commercial complémentaire*, année 1921-1922.

au comptant, en raison de son étroitesse, serait bouleversé par des demandes ou des offres considérables ; de plus ceux-ci, obligés de faire alternativement les deux opérations, au comptant et à terme, courraient le risque de subir des fluctuations de cours qui leur seraient préjudiciables, entre les deux moments où ils opéreraient ; le marché report, au contraire, organisé spécialement le jour de la liquidation, a pour but, en vue de proroger les positions des vendeurs et acheteurs à terme sans contre-partie, de mettre en présence, d'une part, les détenteurs d'argent (capitalistes ou vendeurs) et, d'autre part, les détenteurs de titres (capitalistes encore ou acheteurs), et d'aboutir ainsi, après une appréciation plus exacte des offres et des demandes, à un plus juste prix des conditions du report.

De plus, les deux opérations du report étant conclues « liées », le spéculateur a limité son risque, et, enfin, il réalise l'économie d'un courtage, sur l'opération la plus faible.

On dit que l'acheteur se fait reporter (f/r) ou vend au comptant et achète à terme (v/a) et le vendeur reporte (r) ou (a/v), achète au comptant et vend à terme.

Le report, au sens large du mot, exprime l'opération par laquelle un spéculateur fait proroger sa position ; au sens étroit, il désigne l'écart entre le cours de vente au comptant et l'achat à terme, pour l'acheteur, ou d'achat au comptant et de vente à terme pour le vendeur, qui, en général, est négatif pour l'acheteur et positif pour le vendeur, mais peut exceptionnellement devenir positif pour l'acheteur et négatif pour le vendeur et s'appelle alors *déport*. Le report prend le nom de « Continuation » à Londres, et « Prolongation » en Allemagne.

Les spéculateurs arrivés à la liquidation peuvent prendre une des six décisions ci-après (1) :

1° Les acheteurs et vendeurs veulent prendre livraison et livrer. Il se fait alors un échange de titres et d'argent ;

2° Les acheteurs et vendeurs veulent tous prolonger leur opération ; ils sont la contre-partie les uns des autres, et entre eux intervient un nouveau contrat qui est le report ;

3° Les acheteurs seuls veulent prolonger leur position ;

(1) Courtois-Vidal. — *Traité des opérations de Bourse et de Change*, 1904, p. 80 et s.

4° Les vendeurs seuls veulent prolonger leur position
Tous deux cherchent, ailleurs que dans le marché, une contre-partie, et font un marché report avec un étranger ;

5° Les acheteurs veulent se liquider en revendant ;

6° Les vendeurs veulent se liquider en rachetant.

Dans l'un et l'autre cas, l'acheteur et le vendeur nouveau demanderont à prolonger leur position, ou bien exécuteront le marché. Quand acheteurs et vendeurs sont contre-partie les uns des autres, on dit que le report est direct; il y a report indirect quand les premiers sont obligés de faire appel à un capitaliste, les seconds à un détenteur de titres.

b) *Taux du Report.* — Par rapport à l'acheteur au comptant qui devient propriétaire immédiat du titre en payant le prix, l'acheteur à terme peut acquérir la propriété immédiate du titre, sans en verser le prix ; il bénéficie du revenu de son argent jusqu'au terme, et du loyer du titre, en ce sens que le cours de celui-ci doit normalement s'élever chaque jour de la fraction de revenu dont il se bonifie. D'où il résulte que l'écart entre le comptant et le terme doit être égal au revenu du titre ou de son prix pendant la période considérée. C'est le *report*.

A Paris, le détenteur tient compte à l'acheteur de la valeur du coupon si ce dernier est détaché dans l'intervalle ; donc le report égalera la fraction de revenu couru jusqu'au détachement, plus celui couru jusqu'au terme, et si le détachement a lieu après l'échéance, il égalera la fraction du revenu jusqu'au terme.

Dans les Bourses allemandes où le coupon n'entre pas dans le cours du titre, le cours du terme n'est pas supérieur au comptant.

Soit une valeur X, au nominal de 500 francs, donnant un intérêt, à 5%, de 25 francs et dont le cours au comptant est de 400 francs.

Le cours du terme devrait normalement être de 402 francs environ en France et de 400 francs en Allemagne, c'est-à-dire être majoré par rapport au comptant de la somme de 2 francs.

Si le report avait pour cause exclusive la différence de date d'exécution c'est ainsi que devrait être calculé son prix, mais il reste soumis à d'autres influences plus importantes,

dont les principales sont l'importance respective du nombre des opérations d'achats et de ventes à proroger, et les dispositions du comptant et du terme. Entre ces derniers marchés, il y a communication constante : passage de titres et d'argent de l'un à l'autre ; de telle sorte que le nombre des acheteurs à terme peut être plus grand que celui des vendeurs ou réciproquement. Voici comment :

Pendant le terme 500 marchés à terme ont été conclus ; nous avons donc en face de 500 A. (acheteurs), 500 V. (vendeurs). Si une baisse s'est produite avant ou à la liquidation, nous supposons que la moitié des vendeurs, 250 V., a voulu se liquider pour réaliser un bénéfice, mais que les 500 A. veulent faire proroger leur opération. Les vendeurs sont obligés de se racheter au comptant, et disparaissent ainsi du marché. 250 V. seront la contre-partie naturelle de 250 A., mais les autres 250 A. devront s'adresser à des capitalistes pour se faire reporter. Ces capitalistes concluent un marché d'un genre spécial, en achetant au comptant et en vendant à terme, avec un écart qui représente pour eux l'intérêt de l'argent prêté, de telle sorte que les variations ultérieures de cours leur sont indifférentes, mais non à l'acheteur qui doit ou se liquider ou trouver à chaque liquidation des reporteurs ; ces derniers pourront être ou des vendeurs à terme, ou encore des capitalistes.

Il y a bien eu autant de titres achetés que de vendus mais, en face de l'acheteur, il y a une personne, *le reporteur*, qui est intervenu à titre provisoire, celui-là conserve donc toujours l'incertitude de ne pas trouver un acheteur définitif. Réciproquement, si, après une hausse, 250 A. se sont « éclipsés », en se liquidant, il ne reste plus en face des 500 V. qui cherchent à proroger leur opération que 250 A. qui veulent se faire reporter ; 250 V. doivent donc faire appel pour la contre-partie qui leur manque à des détenteurs de titres qui viendront se substituer provisoirement au lieu et place des 250 A. défailants et ceux-ci se feront reporter.

Le prix des reports soumis à la loi de l'offre et de la demande dépendra des besoins respectifs des vendeurs ou des acheteurs de titres ou d'argent, et de l'importance du service rendu par les intermédiaires reporteurs ou reportés.

Le report ainsi maintient *en l'air* des titres non classés

qui resteront flottants jusqu'au jour où le comptant les absorbera et, ainsi, apparaît l'influence du comptant qui est la base du marché, puisque lui seul possède l'argent et le titre.

Quand les cours du comptant montent, les acheteurs qui se liquident pour réaliser un bénéfice sont plus nombreux que ceux qui cherchent à se faire reporter en vue de réaliser un gain plus important ; les vendeurs, au contraire, acceptent difficilement de se liquider en baisse, mais cherchent à reporter. Vendeurs et acheteurs à terme se prêtent, dans la mesure du possible, titre et argent, mais si le nombre des premiers est plus grand, le titre est plus recherché que l'argent : le *report baisse*. Quand les cours du comptant baissent, c'est le résultat inverse qui se produit, les vendeurs se liquident plutôt qu'ils ne reportent, les acheteurs au contraire cherchent à se faire reporter ; l'équilibre étant détruit au profit de ceux-ci, la demande d'argent est plus grande que celle de titres ; les *reports augmentent*.

Si le nombre des acheteurs est resté le même que celui des vendeurs, ceux-là se font reporter par ceux-ci, et ceux-ci reportent ceux-là, rien ne vient modifier le prix du report qui à ce moment doit être égal à l'intérêt du titre ou de l'argent pendant la période à courir jusqu'au nouveau terme ; on dit que le report est normal et positif. Le report est *au Pair*, P., quand le cours du comptant est le même que celui du terme ; et, enfin, il y a *déport* quand la demande de titres est très importante, en raison du grand nombre de vendeurs, et telle que ceux-ci abandonnent aux acheteurs, non seulement la rémunération de l'argent qu'ils leur prêtent, mais leur consentent encore un intérêt pour obtenir le prêt des titres dont ils ont besoin.

On dit que le déport ou report négatif est le *prix du loyer du titre*.

En réalité, le déport n'est pas simplement égal à l'écart entre l'achat au comptant fait par le vendeur à un cours un peu supérieur à celui de sa vente à terme, mais encore au *prix du report*.

Exemple : Un acheteur et un vendeur d'une valeur au cours de 500 francs prorogeront leur position à la quinzaine suivante ainsi qu'il suit, si nous supposons un déport de 4 francs et le cours de compensation de 480 francs

Acheteur 500 ... V. 480..... A. 476 à terme.

Vendeur 500 ... A. 480 V. 476 à terme.

Normalement le report aurait dû être de 1,25 environ ; on voit ainsi que le vendeur qui subit un déport perd 4 francs et manque à gagner 1 fr. 25. Perte totale : 5 fr. 25.

c) *Signification du taux du report.* — Quand le comptant qui conditionne le terme est en hausse, les titres achetés se classent, ceux qui sont vendus deviennent flottants; quand il est en baisse, les titres vendus se classent et ceux achetés deviennent flottants ; les reports s'abaissent quelquefois jusqu'*au Pair*, ou font même place à un *déport* dans le premier cas, et, dans le second, ils s'élèvent.

Le taux du report est un baromètre pour les spéculateurs ; un taux élevé est signe de baisse, parce que les acheteurs doivent, ou se liquider définitivement en consentant à vendre à un prix moins élevé et qui se rapproche de celui du comptant, ou payer de gros reports ; un report faible ou un déport sont signes de hausse, parce que les vendeurs qui maintiennent leurs titres flottants devront ou subir des déports ou bien se racheter au comptant. Dans l'un et l'autre cas, l'acheteur et le vendeur peuvent bien, pendant quelque temps, conserver leurs titres « en l'air », en payant de gros reports, mais ils seront, en fin de compte, obligés de les classer, en les faisant absorber par le comptant, en rachetant à un cours élevé, ou en revendant à un cours en baisse.

La situation du vendeur à découvert est plus dangereuse que celle de l'acheteur, parce que, d'abord, les titres dont il peut avoir besoin sont en nombre limité, et dans quelques mains seulement, et si un syndicat ou un groupe a réussi à les accaparer en partie, celui-là devra subir, en raison de la disette de titres, « *Stückmangel* », un déport ruineux ; on dit que les vendeurs « courent » après le titre, tandis que l'argent nécessaire éventuellement à l'acheteur est quasi illimité et dans de nombreuses mains ; ensuite même si la valeur possédée par l'acheteur tombe à 0, la perte de celui-ci est limitée ; tandis que la hausse, cause de perte pour le vendeur, peut être illimitée.

Certains spéculateurs qui connaissent l'importante signification du report sur la position de place font des reports

« hors Bourse »; ils s'adressent eux-mêmes à des capitalistes hors Bourse qui leur donnent les titres ou l'argent dont ils ont besoin. Ainsi le marché, se trouvant trompé par les indications d'un taux de report erroné sur la situation respective des vendeurs et acheteurs, est influencé dans le sens favorable à ces spéculateurs qui en profitent pour liquider leur position avec avantage.

DEUXIÈME PARTIE

MARCHÉS A PRIMES OU CONDITIONNELS⁽¹⁾ CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES

CHAPITRE PREMIER

DÉFINITION DE LA PRIME

Les marchés à terme se subdivisent en marchés ferme et à primes.

Dans les marchés à primes, l'acheteur ou le vendeur se réserve un droit d'option qui peut porter sur l'exécution même de la convention, sur son mode d'exécution, sur son objet ou son échéance moyennant certains avantages accordés à sa contre-partie : bonification de prix, ou abandon d'un dédit, suivant l'usage qu'il fera de son droit à l'échéance.

Cette définition est celle qui s'applique à tous les marchés à primes en général qui, dans certaines Bourses étrangères (Londres, Berlin), sont plus importants et plus variés qu'à Paris.

Dans les marchés à primes français, l'acheteur à prime se réserve le droit de maintenir ou de résilier le contrat à une échéance donnée, dans le premier cas en consentant à sa

(1) Milles (R.), *Grammaire de la Bourse*. — Hamburger, *Guide Pratique de la Bourse*. — Lyon-Caen et Renault, n° 1512. — Buchère, n° 512. — Eugène Léon, *Etude sur la Coulisse*, Thèse 1896, p. 73. — Courtois Vidal, *op. c.*, p. 91 et s. — Cozic, *La Bourse mise à la portée de tous*. — Holz (Leonhard), *Die Praemiengeschaeft*, Berlin, Decker, 1905. — Leser (Emmanuel), *Zur Geschichte der Praemiengeschaeft*, Berlin, 1896. — Schuster (Richard), *Die Praemiengeschaeft*. — Castelli, *Traité des opérations à primes à Londres*, Paris, 1882. — Bozerian, 125 et 145 et s.

contre-partie *une bonification de prix*, en achetant à un cours un peu plus élevé que le ferme, dans le second cas en lui abandonnant *une prime ou dédit*.

On voit ainsi qu'en France, le droit d'option appartient seulement à l'acheteur et ne peut s'exercer que sur l'exécution du contrat.

Ex : Pathé cote ferme 894 ; un spéculateur en consentant à payer 940 francs à son vendeur pourra, à l'échéance, maintenir le marché, ou, en abandonnant une prime ou dédit de 20 francs, le résilier ; il est évident qu'il optera pour la solution la plus avantageuse pour lui.

On croit communément que par « prime », il faut entendre le seul prix du dédit payé par une partie pour obtenir le droit de résilier un contrat ; c'est là le sens étroit du mot ; en réalité, un marché à prime est à deux faces :

L'acheteur acquiert le droit alternatif de maintenir ou de résilier le contrat en stipulant au profit de sa contre-partie deux contre-avantages déterminés correspondant à chacun de ces deux droits. S'il fait usage du premier, il doit payer un prix plus élevé que le cours ordinaire, l'*écart* entre les deux cours constitue bien une « prime » pour le vendeur ; s'il fait usage du second, il paie *un dédit* qui est encore une prime.

Au sens large du mot, on entend donc par prime ou bien une *bonification de prix* payée par l'acheteur au vendeur, ou bien *le prix d'un dédit*. Il importait, en analysant l'opération à prime, de bien dégager la signification de ce mot qui doit être entendu au sens large, ce que personne n'avait encore fait jusqu'ici.

CHAPITRE II

NATURE JURIDIQUE DES MARCHÉS A PRIME (1)

On n'est point d'accord sur la nature juridique de la Prime. Gareis (2) y voit un « équivalent complet en argent, donné pour exercer un certain droit »; Goldschmidt (3), le prix du dédit; (Reugeld), Thoel (4) (Verkehr); une *emptio spei*, d'autres, un jeu ou un pari.

a) La validité des marchés à primes a été contestée ou déniée par les auteurs qui considéraient tous les marchés à terme illicites. Bozerian déclare les marchés à primes triplement illégaux : « illégaux par leur caractère de marchés à terme, illégaux par la manière dont sont conçus les engagements, illégaux enfin par la faculté qu'a l'acheteur de donner suite au marché ou d'y renoncer selon son caprice ».

b) M. Buchère, dans ses « Opérations de bourse », a réfuté les objections faites par M. Bozerian à la légalité de ces marchés. Le premier reproche ne peut plus être relevé depuis que la légalité des marchés à terme a été reconnue par la loi de 1885.

L'objection tirée de la rédaction des engagements ne nous paraît pas concluante, et elle s'appliquerait d'ailleurs aussi bien aux marchés ferme qu'aux marchés à primes. M. Bozerian prétend que la remise des engagements entraîne une responsabilité pour les Agents de Change, contrairement à la disposition de l'article 86 du Code de Commerce. L'abrogation de cet article rend encore cet argument sans intérêt. Il est possible que, dans certains cas, les Agents de Change

(1) Bozerian, t. I, n° 225 et s. — Troplong, *Des contrats aléatoires*, n° 141 et s. — Boistel, n° 64. — Buchère, n° 442 et s. — Lyon-Caen et Renault, t. I, n° 1519. — Badon Pascal, *Des Marchés à Terme*, Paris 1877, p. 8 et s. — Demelombre, t. XXV, n° 314 et s. — Larombière, t. II, art. 1174, n° 3. — Aubry et Rau, t. IV, § 302, p. 66. — Deloison, n° 479. — Guillard, *Opérations de Bourse*, p. 259.

(2) Gareis, *Handelsrecht*, p. 501.

(3) Goldschmidt, *Reugeld*.

(4) Thoel, *Verkehr*, p. 195.

engagent leur responsabilité personnelle dans les marchés à primes, comme dans tout autre marché à terme, mais cette éventualité ne suffit pas pour frapper de nullité des opérations qui ne sont pas prohibées par la loi, et qui ont souvent un caractère sérieux.

La troisième objection faite par M. Bozerian est-elle plus sérieuse ? M. Bozerian voit dans la réserve faite par l'acheteur du droit de renoncer au marché moyennant l'abandon de la prime une condition potestative qui vicie le contrat par application de l'article 1174 du Code Civil.

C'est, à notre avis, dit M. Buchère, donner à cet article une portée trop étendue. Il est admis en doctrine que l'article 1174 n'est applicable que lorsqu'il existe dans le contrat une condition purement potestative. Par exemple, je vous achèterai mes marchandises si je le veux, *si voluero*. Dans ce cas, il n'y a pas de marché. Mais si la réserve de résiliation du contrat est accompagnée d'une clause pénale, telle que le paiement d'une indemnité, d'une prime à titre de dédit, le marché renferme non plus une condition purement potestative, mais une obligation conditionnelle ou alternative dont la validité a toujours été reconnue.

Il est fait alors application de l'article 1590 du Code Civil dans la vente avec arrhes, chacun est maître de se départir en perdant les arrhes ; toutefois, dans les arrhes ordinaires, la faculté est réciproque, tandis qu'auprès des Bourses françaises, le droit de résilier n'appartient qu'à l'acheteur. A l'égard du vendeur, le marché est toujours ferme.

Antérieurement à la loi de 1885, il existait, devant les Tribunaux, une sorte de présomption légale contre les marchés à primes, à raison des facilités qu'ils offrent à l'acheteur de n'exécuter ces marchés que par le paiement des différences résultant de la hausse ou de la baisse des cours de la Bourse.

Le règlement des primes étant en général garanti de manière à éviter toute difficulté au moment de la liquidation, la question de savoir s'il y avait lieu d'appliquer l'article 1174 ou l'article 1965 se présentait rarement en justice. Aujourd'hui, ces marchés doivent être considérés comme sérieux alors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une différence (1).

(1) Arrêts jurisprudentiels, Amiens, 25 avril 1826, D. P. 29, 2, 248. Cass., 4 juillet 1859, s. 59, I. 758. Paris, 24 avril 1877, Cass. 21 janvier 1878, s. 78. I. 269. D. P. 78, I. 161. Dalloz. *Rép. V. Obligations*, p. 1147 et s.

CHAPITRE III

MODE DE COTATION ET DÉSIGNATION DES PRIMES - QUOTITÉS - ÉCHÉANCE

Il est utile de définir ici quelques termes spéciaux au langage boursier, et, en particulier, aux marchés à primes.

Une prime est désignée quant à son importance par le mot « dont » que l'on trouve aussi dans les cotes abrégé en « dt » ou représenté par la barre d'une fraction / et suivi de sa quotité. On dit une prime dont, dt, ou /20, /10, /5, etc... (1).

Sur la base du ferme s'échelonnent en hausse les cours qui correspondent chacun au prix auquel est négociée une prime d'importance donnée ; ce sont les cours des primes qui, nous le verrons plus loin en étudiant les lois auxquelles obéissent les marchés à primes, sont d'autant plus élevés que la prime est plus « petite » et l'échéance plus « éloignée ».

Ex : Pathé cote ferme le 19 avril 1923.....	871
à échéance du 30 avril 1923.....	880/40
.....	887/20
.....	900/10
à échéance du 30 avril 1923.....	880/40
à échéance du 15 mai 1923	899/40
à échéance du 31 mai 1923	918/40

A l'inverse des opérations à terme ferme qui sont toujours conclues pour la plus prochaine liquidation, les opérations à primes peuvent être faites à des échéances variables quelquefois lointaines et correspondant aux époques de liquidation ; mais elles ne peuvent au marché officiel dépasser le terme de la troisième liquidation mensuelle à partir du jour de l'opéra-

(1) Bozerian, *op. c.*, n° 125 et s., et n° 62 et s.

tion ; en coulisse, on traite des primes à cinq, six mois d'échéance ; à Londres jusqu'à un an.

Par primes au 15 courant ou 15 c., on entend celles venant à échéance le 15 du mois courant ;

Par primes à fin courant ou f. c., celles à échéance de fin de mois ;

Par primes au 15 prochain ou 15 p., celles à échéance du 15 du mois prochain ;

Par primes à fin prochain ou f. p., celles à échéance de fin de mois prochain.

On désigne les échéances plus lointaines par les noms des mois : Ex : 15 mai, 30 juin, 15 juillet, etc...

On négocie même des primes pour demain, ou « pri. pr. dem. » dont la réponse a lieu à 2 heures à la Bourse qui suit.

On traite des primes /200, /100, /50, /40, /20, /10, /5, /2,50 /1, /0,50, /0,25, /0,10, /0,05 et même /0,0250, par titre ou par 3, 4, 5, 6 francs, etc., de rente suivant le type sur lequel on opère 3%, 4%, 5%, 6%, etc... Les quotités des primes sont limitativement désignées à Paris, on ne pourrait pas par exemple acheter ou vendre une prime /55, ou /2,75, tandis qu'à Londres ou à Berlin, nous le verrons ultérieurement, les spéculateurs fixent arbitrairement la quotité de la prime sur laquelle ils opèrent.

On appelle « pied » ou « limite de Prime » le cours de la Prime diminué du montant de celle-ci :

Ex. : 880/40

900/10 Pieds de prime 840 et 890.

CHAPITRE IV

DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE PRIMES

Le marché français ne donne qu'une idée imparfaite de l'importance et de la variété des opérations à primes pratiquées à Londres et surtout dans les Bourses allemandes. A Paris, nous l'avons vu, l'acheteur seul peut acquérir un droit d'option ou Prime pour lever, et ce droit ne peut s'exercer que sur l'exécution de l'opération; à Londres et à Berlin, on négocie la prime au profit du *vendeur* ou de l'*acheteur*, et le droit d'option peut porter sur *l'exécution du marché*, son *mode d'exécution*, son *objet* ou même son *échéance*.

Nous nous contentons ici de faire une rapide énumération des options négociées sur les places étrangères en nous réservant d'en étudier plus loin la technique détaillée.

a) *Primes portant sur l'exécution du marché.* — La prime française, le *Call* et le *Put* anglais, la *Vorpraemie* et la *Rückpraemie* allemandes comportent un droit de renonciation qui équivaut pour l'acheteur à la faculté de recevoir ou de ne pas recevoir, pour le vendeur à celle de livrer ou de ne pas livrer. Celui au profit duquel la convention a établi le droit y trouve l'avantage de n'avoir pas à souffrir des différences qui s'établissent entre les cours à son préjudice et de bénéficier au contraire de celles qui peuvent lui devenir favorables.

En un mot, il maintient ou résilie son marché, suivant le cours coté à l'échéance en choisissant le parti le plus favorable.

b) *Primes portant sur le mode d'exécution du marché.* — L'acheteur d'une des options ci-après (1) se réserve le droit de se porter ou acheteur à un cours ou vendeur à un autre; il opte à l'échéance entre la Vente ou l'Achat pour la solution la plus

(1) Option est souvent employé comme synonyme de Prime.

avantageuse: tels le *Put and Call* anglais et le *Stellage* allemand (*Zweipraemiengeschaefte*, *Stellgeschaefte*, *Zweischneidige*, *Praemiengeschaefte*).

c) *Primes portant sur l'objet du marché.* — Le *Call of More* ou le *Put of More* anglais, les *Nochgeschaefte*, *Schluss auf noch und mit noch* ou *Schluss mit Ankündigung* allemands donnent le droit à l'acheteur d'une de ces options de lever ou de livrer à l'échéance si les cours lui sont favorables, comme acheteur dans le premier cas, comme vendeur dans le second cas, une *quantité double, triple* de celle qui avait été convenue ; inversement, l'acheteur de l'option *Schluss auf fest und offen* peut ne lever ou ne livrer *qu'une quantité 2 fois, 3 fois, etc...* moindre que celle convenue si les cours lui sont défavorables, ou bien maintenir le marché pour le tout s'ils lui sont favorables.

d) *Primes portant sur l'échéance du marché.* — Enfin, dans les Bourses allemandes seulement, existent des options qui comportent, au profit de l'acheteur ou du vendeur, le droit de modifier l'échéance même du marché.

L'acheteur de ce droit peut, s'il est acheteur ferme, réclamer la livraison, ou, s'il est vendeur, faire livraison des titres *avant le terme fixé* (*Taegliche Lieferung*) ou bien *après un temps minimum déterminé* (*fixe Lieferung*), 15 jours, 1 mois, etc.. (*Wandel* ou *Escomptegeschaefte*), marché mobile ou d'escompte

Les opérations ci-dessus ne se font pas sur des bases identiques, chaque espèce de prime donne lieu à une négociation spéciale quant à la forme et souvent différente de celle connue sur les marchés français.

Alors que Paris ne traite que la prime pour lever, on trouve à Londres 5 espèces de Primes de négociation courante, et à Berlin 11.

CHAPITRE V

IMPORTANCE DES MARCHÉS A PRIMES

L'importance des marchés à primes est considérable à la Bourse de Paris.

La possibilité qu'ils offrent aux spéculateurs de limiter leurs risques en baisse, et de profiter en hausse, si les cours deviennent favorables, de tous les avantages de l'acheteur à terme, de même la garantie que donnent ces marchés servant d'assurance contre les pertes des marchés à terme, quand ils sont combinés avec ceux-ci, expliquent la faveur qu'ils ont sur notre marché.

Pour se faire une idée de ces marchés il faut se les représenter, — dit Cozic, — comme « une grêle continue d'achats et de ventes ». Avant la guerre, quand les rentes françaises faisaient l'objet de négociations à terme et à primes, on voyait, à chaque « réponse » des primes, « se dénouer » des quantités considérables d'opérations conditionnelles, transformées en ferme ou résiliées.

La variété des marchés à primes et les nombreuses et très diverses opérations dont ils sont l'objet, l'activité qu'ils créent sur le marché, sont une preuve de la grande place qu'ils tiennent, à côté du marché à terme ferme, dans les Bourses de Valeurs ; leur importance et le rôle qu'ils jouent, connus simplement des spécialistes, et que beaucoup ne soupçonnent pas, ou n'apprécient pas à leur juste valeur, il importait de les mettre ici en évidence.

(1) Cozic, *op. c.*, p. 257.

TROISIÈME PARTIE

NOTIONS GÉNÉRALES SUR LE MÉCANISME DES OPÉRATIONS A PRIMES

CHAPITRE PREMIER

DIFFÉRENCES ENTRE LES MARCHÉS FERME ET A PRIMES DANS LES RAPPORTS ENTRE CONTRACTANTS et NÉCESSITÉ D'UN COURS À PRIME DIFFÉRENT DE CELUI DU FERME.

Comme dans les marchés à terme, il y a dans le marché à prime deux contractants en présence ; un acheteur et un vendeur. Dans le marché ferme, la situation des parties est égale. L'importance du bénéfice réalisé à la hausse par l'acheteur est égale à celle de la perte subie par le vendeur et, réciproquement, à la baisse le vendeur gagne dans la même mesure où l'acheteur perd.

Dans les marchés ferme, à un moment donné, une partie escomptant la hausse achètera, l'autre prévoyant la baisse vendra ; l'opinion qu'ont les deux parties sur les variations possibles de la valeur et le gain ou la perte qui en résultera est diamétralement opposée mais égale ; on dit que le cours ferme est le point précis où se rencontrent deux intérêts respectifs opposés.

Il en est tout autrement dans les marchés à primes où les intérêts respectifs des deux contractants ne sont pas égaux ; l'un possède le double droit de maintenir ou de résilier le marché, c'est l'acheteur de prime qui peut être un acheteur

ou un vendeur conditionnel ; l'autre, le vendeur de prime, est toujours lié par le droit d'option de l'acheteur.

Le premier fera, du droit qu'il possède, l'usage le plus avantageux pour lui ; si c'est un acheteur, il maintiendra le marché en hausse et l'annulera en baisse ; si c'est un vendeur, il opérera en sens inverse.

Le second, qui est son contre-partiste, subira une perte dans la même mesure où l'acheteur de prime réalisera un gain, si celui-ci transforme en ferme un marché conclu conditionnellement, et ne gagnera qu'un dédit si le marché est résilié.

On voit que la situation des contractants est inégale et il apparaît immédiatement que les marchés à primes ne sauraient être conclus au même cours que le ferme.

L'équilibre rompu par les conventions mêmes du marché à prime doit être rétabli, de telle sorte que les possibilités de gain et de perte de chacune des parties soient identiques. Cette égalité est réalisée par l'achat ou la vente conclus à un cours différent du ferme, et variable, nous le verrons, suivant l'importance du dédit stipulé.

CHAPITRE II

FIXATION DU COURS DES PRIMES

Le cours des primes se compose de deux facteurs essentiels : la prime et l'écart.

a) *Rôles respectifs de la prime et de l'écart.*

Prime : La prime est un dédit payé par l'acheteur à sa contre-partie pour obtenir le droit de résilier le contrat.

En hausse, l'acheteur lèvera la prime, deviendra donc acheteur ferme ; en baisse, il l'abandonnera et limitera ainsi sa perte au montant du dédit, c'est un premier avantage au profit du vendeur.

Le vendeur, en hausse, subira une perte égale au bénéfice réalisé par l'acheteur comme s'il y avait Vente ferme, en baisse il encaisse la prime abandonnée, et son bénéfice est limité au montant de celle-ci.

On conçoit que si le marché est conclu sur la base du cours ferme, les positions respectives des deux parties, bien que tendant à s'équilibrer, en raison de la prime stipulée au profit du vendeur, ne sont pas encore égales puisque le vendeur en hausse subit une perte illimitée et ne réalise en baisse qu'un gain limité.

Ecart : Mais le vendeur n'accordera à sa contre-partie le droit d'option qu'en retour d'un deuxième contre-avantage, c'est-à-dire à condition que le prix auquel est conclu le marché à prime soit modifié en sa faveur par rapport au ferme, c'est-à-dire soit plus élevé que ce dernier.

La différence entre le cours de la prime et du ferme est appelée *écart* (1).

(1) Pour rendre plus clair l'exposé de la position des parties dans un marché à prime, nous avons limité nos exemples à la « prime pour lever » réservée à l'acheteur comme c'est le cas à la Bourse de Paris.

Ex. : Pathé cote ferme 800, A.(1) 840/20, f. c. Ecart 40 fr

En hausse, l'acheteur à prime maintiendra son marché mais ne gagnera qu'au-dessus de 840 francs, c'est-à-dire à un cours de 40 francs plus élevé que celui coté par le ferme ; le vendeur de prime ne perdra qu'au-dessus de 840 francs.

En baisse, l'acheteur de prime résilie son marché en abandonnant la prime : 20 francs ; le vendeur réalise un bénéfice limité au montant de la prime : + 20 francs.

En un mot, l'acheteur de prime perd si les cours :

- a) baissent ;
- b) restent stationnaires ;
- c) ne dépassent pas le cours de la prime.

Il ne gagne que s'ils dépassent le cours de la prime.

Inversement, le vendeur de prime gagne si les cours :

- a) baissent ;
- b) restent stationnaires ;
- c) ne dépassent pas le cours de la prime.

Ainsi le vendeur court un risque de perte illimité en cas de hausse, mais il rétablit l'inégalité résultant de sa situation désavantageuse, en vendant à un cours suffisamment élevé et tel que celui-ci ne sera probablement pas dépassé avant la réponse, et en convenant d'une prime à son profit en cas de résiliation.

L'acheteur, de son côté, peut réaliser un bénéfice illimité, et ne subir qu'une perte limitée, il devra donc consentir à acheter à un cours un peu plus élevé et à abandonner, s'il se retire du marché, un dédit.

On voit que, sur de telles bases, les intérêts des parties sont équilibrées au moment de la convention parce que, si les chances du vendeur d'encaisser la prime sont plus nombreuses que celles pour l'acheteur de la lever et de réaliser ainsi un gain illimité, le vendeur court un risque de perte illimité, tandis que l'acheteur ne peut jamais perdre plus que le montant de la prime.

On dit que le vendeur se couvre à la hausse par un « écart » qu'il espère ne pas voir franchir par les cours avant l'échéance et en baisse par une « prime ».

(1) A. et V. sont les abréviations de Achat et Vente.

L'acheteur, de son côté, perd un « écart » ne hausse, et une « prime » en baisse.

b) *Rôles conjugués de l'écart et de la prime.* — Dans l'exemple pris plus haut, les situations respectives de l'acheteur et du vendeur de prime sont les suivantes : (Prime 20 francs ; Ecart 40 francs).

A 840 francs, l'acheteur et le vendeur ne gagnent ni ne perdent rien.

Hausse, à 860 francs, l'acheteur lève la prime et réalise ne vendant ferme un gain de 20 francs ; à 880 francs, il gagne + 40 francs.

à 860 francs, le vendeur, s'il veut se couvrir, doit se racheter et perdre 20 francs et, à 880 francs, 40 francs.

Baisse, l'acheteur abandonne la prime, perte — 20 francs.

Le vendeur encaisse la prime, gain + 20 francs (afin de simplifier nos explications, nous ne tenons pas compte, pour le moment, de la situation des parties entre les cours 820 et 840 francs).

L'écart exprime une probabilité de gain pour le vendeur et de perte pour l'acheteur.

La prime représente un gain ou une perte réels pour le vendeur ou l'acheteur.

Ces deux facteurs sont stipulés au profit du vendeur. Celui-ci peut consentir à diminuer ses chances de gain en vendant à un cours moins élevé, donc avec un écart plus petit, à condition que soit augmentée l'importance de son gain : la prime. Réciproquement, il accroîtra ses chances de le réaliser en vendant à un cours plus élevé, donc avec un plus gros écart.

Si donc, dans chaque cas, les chances de gain sont accrues ou diminuées dans les mêmes proportions où l'importance du gain est augmentée ou diminuée, en fait, le vendeur a modifié sa position qui peut être maintenant plutôt dirigée à la hausse qu'à la baisse ou inversement, mais ses probabilités de gain ou de perte restent les mêmes.

L'acheteur, pour augmenter ses chances de gain en hausse en achetant à un cours moins élevé avec un petit écart, devra augmenter l'importance de sa perte en consentant à son vendeur une prime plus grosse ; s'il veut, au contraire, limiter sa perte à une petite prime, il sera obligé de diminuer ses possibilités

de gain et d'acheter à un cours plus élevé. L'acheteur, comme le vendeur, a accru ou diminué ses chances de réaliser un gain, — de lever la prime —, dans les mêmes proportions où il a initialement augmenté l'importance de sa perte : la prime.

Il devient, dès lors, évident qu'au même moment, à une même échéance, sur un cours ferme donné, il peut être conclu autant de marchés à prime qu'il y a de primes de quotité différente; à chaque prime correspondra un cours, et donc un écart.

Exemple : Les cours du Pathé sont, à la Bourse du 9 avril 1923, les suivants :

Ferme 894 francs.

	Primes	Ecart
A échéance du 31 avril 915/40..	40	21
— — 940/20..	20	46
— — 960/10..	10	66

Les cours des primes s'élèvent à mesure que la quotité des primes diminue.

En achetant la prime /40, le spéculateur augmente l'importance de sa perte initiale, mais accroît, par contre, ses chances de bénéfice puisque le cours, 915, écart 21, sera vraisemblablement plutôt atteint que celui de 960.

En achetant la prime /10 il diminue sa perte, mais ses chances de gain, de lever la prime, sont réduites dans les mêmes proportions, puisque le cours de 960 est plus élevé : écart 66 francs.

On voit ainsi comment les positions respectives du vendeur et de l'acheteur, quoique apparemment inégales, s'équilibrent cependant par le jeu conjugué des facteurs : Ecart et Prime, dans des proportions qui restent toujours égales. Nous formulons ici une règle de principe qui fera plus loin l'objet d'explications plus détaillées.

Le produit que l'on obtient en multipliant l'importance du gain ou de la perte : la prime, par les chances ou la probabilité de gain ou de perte : l'écart, est un nombre sensiblement constant.

On ne peut pas concevoir une opération à prime dans laquelle il n'entrerait qu'un seul facteur : l'écart ou la prime.

Soit une valeur qui cote ferme 100 francs. Le cours des primes

suivantes : /50, /80, /99 francs, que nous choisissons arbitrairement, se rapprochera d'autant plus du ferme que le montant de celles-ci sera plus élevé, et sera par exemple de 100,10, 100,005, 100,0... 5, mais ne se confondra jamais avec ce dernier. L'explication en est aisée si nous comparons les positions respectives du spéculateur ferme et conditionnel.

En effet, l'acheteur ferme risque en baisse de perdre 100 fr si la valeur tombe à 0, et, en hausse, peut réaliser un gain illimité. L'acheteur d'une prime de 99 francs, en hausse, gagne comme un acheteur ferme, mais, en baisse, sa perte est limitée à 99 francs. La situation de ce dernier est donc meilleure que celle de l'acheteur ferme ; et si le cours à prime était le même que le ferme, il y aurait toujours intérêt à acheter à prime ; mais, en compensation de cet avantage, l'acheteur à prime doit consentir à acheter à un cours aussi rapproché que l'on voudra du ferme, mais, cependant, un peu plus élevé que ce dernier, afin de diminuer son bénéfice en hausse.

Le vendeur ferme peut subir en hausse une perte illimitée, et en baisse gagner 100 francs. Le vendeur à prime limite en baisse son bénéfice à la prime 50, 80, 99 francs, et, comme le vendeur ferme, risque, en hausse, une perte illimitée ; il rétablit donc l'équilibre à son profit en vendant à un cours supérieur au ferme, et diminue ainsi ses chances de perte en hausse, dans la mesure où il a limité son bénéfice en baisse.

Mais si le montant de la prime stipulée correspond exactement à la perte maximum que peut subir l'acheteur ferme et au bénéfice maximum que peut réaliser le vendeur ferme et est égal à 100 francs, l'écart dès lors disparaît, le cours de la prime se confond avec le ferme, puisque acheteurs et vendeurs ferme et à prime opèrent sur des bases identiques, et que les chances de gain et de perte sont de part et d'autre identiques.

De même une opération à prime ne peut pas être conclue avec un écart seul sans prime, parce que le vendeur risquerait en hausse de subir une perte illimitée, au-dessus d'un cours très élevé, il est vrai, si l'écart est très grand, tandis qu'en baisse il ne gagnerait rien : l'acheteur ne pourrait que réaliser un bénéfice, et ne risquerait jamais de perdre.

CHAPITRE III

ÉTUDE ET DÉVELOPPEMENT DES OPÉRATIONS ACHAT ET VENTE DE PRIMES

A l'inverse de l'acheteur et du vendeur ferme dont le gain ou la perte croissent ou diminuent à mesure que les cours montent ou baissent, l'acheteur et le vendeur de primes réalisent des bénéfices ou subissent des pertes dont l'importance ne suit pas rigoureusement la marche des cours.

a) *Achat à Prime.*

Ex. : A. Pathé 915/40, Pied de prime 875.

Hausse :

Réponse au-dessus de 915. — Prime levée. — Le gain est égal à la différence entre le cours de réponse auquel l'acheteur aura vendu ferme et son cours d'achat à prime.

Réponse au-dessous de 875. — Prime abandonnée. — La perte est constante et égale au montant de la prime abandonnée.

Réponse entre les cours 875 et 915, à 890 par exemple. — L'acheteur lèvera ici la prime et se portera acheteur ferme au cours de 915. En revendant ferme au cours de réponse 890, il limite sa perte à 25 francs et ne perdra pas ainsi une prime de 40 francs. Si la réponse se fait à 900 francs, il ne perd plus que 15 francs ; à 910 francs, 5 francs, etc... Au-dessus du pied de la prime, l'acheteur lève la prime, et sa perte va en décroissant depuis ce cours jusqu'au cours de la prime, auquel point le résultat de l'opération est nul.

b) *Vente à Prime.*

Ex : V. Pathé 915/40, Pied de prime, 875 francs.

La position du vendeur de prime est diamétralement opposée à celle de l'acheteur.

Réponse au-dessus de 915. — Prime levée. — Sa perte est égale à la différence entre le cours de vente et celui auquel il aura racheté.

Réponse au-dessus de 875. — La prime lui est entièrement abandonnée, bénéfice + 40 francs.

Réponse entre les cours 915 et 875, à 890 par exemple. — A ce cours, l'acheteur a levé la prime, le vendeur doit donc lui fournir les titres et, s'il ne les a pas, les racheter à ce cours. Il gagne donc A. 890, V. 915, = + 25 francs.

Entre le pied de prime et le cours de la vente, le bénéfice du vendeur décroît progressivement dans la mesure où diminue la perte de l'acheteur jusqu'au cours de la vente, où il est égal à zéro.

Le même raisonnement, en ce qui concerne l'achat et la vente à prime, s'applique à la prime /20, traitée à 940, et à celle /10 traitée à 960, en tenant compte de ce que le pied de la prime /20 est 920 et celui de la prime /10, 950.

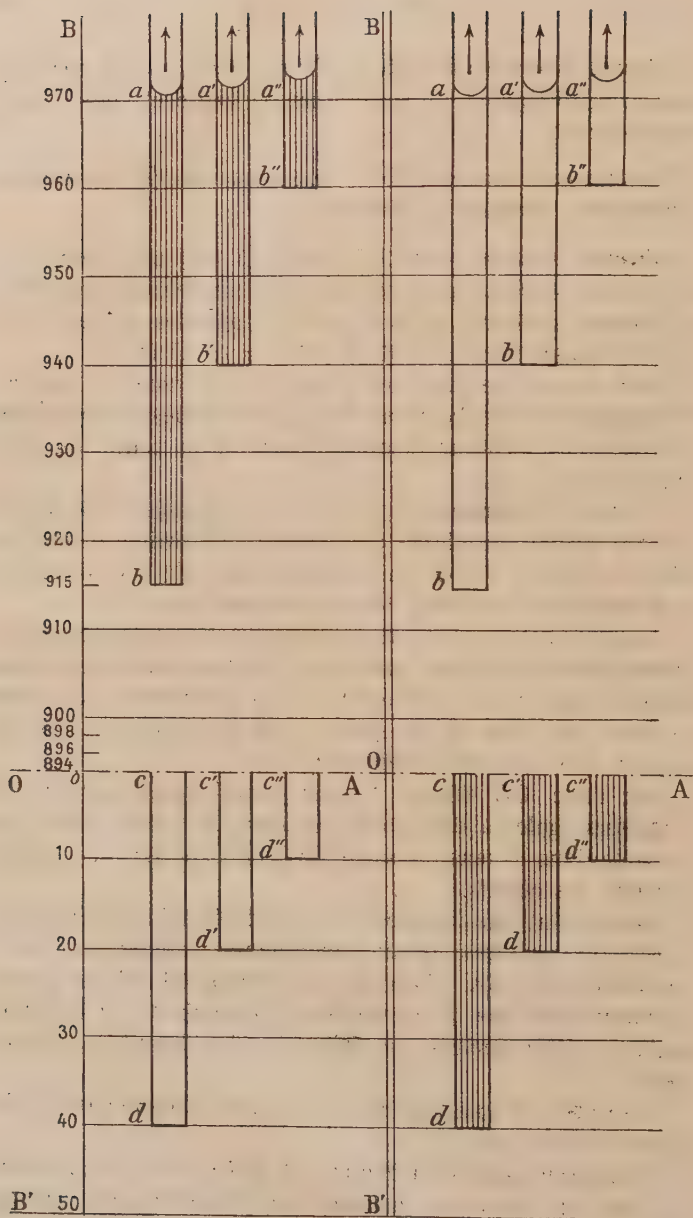
Nous avons jugé utile de présenter ici quelques graphiques élémentaires relatifs aux opérations à primes, dont le mécanisme déroute toujours les non-initiés, et qui permettront au lecteur de fixer ses idées et de suivre plus facilement les combinaisons que nous étudierons plus loin.

Soit l'axe OB (figure 1), sur lequel nous portons des longueurs égales à des écarts de cours, de 2 en 2 unités par exemple dans le sens croissant de O en B, et qui sera appelé : « échelle des cours ».

En un point qui désigne le cours coté ferme, au moment où l'achat ou la vente à prime sont conclus, élevons sur OB la perpendiculaire OA. Abaissons au-dessous de OA la perpendiculaire OB¹ que nous divisons également en longueurs égales à celles portées sur OB et cotées dans le sens de O en B¹.

La position d'un acheteur à prime, par exemple à 915/40, est figurée comme suit :

L'acheteur gagne au-dessus de 915 ; nous représentons la zone de gain qui en hausse est illimitée par le rectangle hachuré *ba*. Au-dessous de ce cours, il subit une perte, limitée à la prime abandonnée 40 francs et figurée au-dessous de la droite OA, par le rectangle *cd*. L'écart étant égal à la diffé-



Zone de Perte:

 Zone de Gain.

FIGURE 1.

FIGURE 1'.

rence entre le cours du ferme et celui de la prime est ici figuré par l'espace blanc compris entre les cours 894 et 915 ou bc .

De la même façon nous représentons les positions des acheteurs à 950/20 et 960/10; les rectangles hachurés a^1b^1 et a^2b^2 sont des zones de bénéfice; les pertes sont figurées par les rectangles c^1d^1 et c^2d^2 et les écarts par les espaces en blanc b^1c^1 et b^2c^2 .

On voit que l'écart croît à mesure que diminue la quotité de la prime et que si le gain de l'acheteur à prime /40 commence en hausse à 915, et celui de l'acheteur à prime /10 à 960, la perte du premier en baisse est 40 francs, tandis que celle du second n'est que 10 francs.

La position du vendeur de prime étant l'inverse de celle de l'acheteur est représentée (figure 1') de telle sorte que les zones de gain de l'acheteur sont pour lui des zones de perte, et que la prime abandonnée représente son bénéfice.

Ces graphiques ne donnent qu'une image imparfaite de la position du spéculateur puisqu'ils ne tiennent pas compte du bénéfice pour le vendeur et de la perte pour l'acheteur, qui vont en décroissant progressivement entre le pied et le cours de la prime, à mesure que les cours s'élèvent, et qui croissent dans le sens inverse; ils sont un simple exposé schématique destiné à fixer les idées du lecteur sur la technique des opérations Achat et Vente à Prime.

Un deuxième système de graphique que nous adopterons désormais répond très exactement à la réalité.

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE DE LA POSITION D'UN ACHETEUR ET D'UN VENDEUR FERME

Nous prenons deux axes de coordonnées (figure 2), un axe des abscisses sur lequel nous porterons les cours X^1OX , et un axe des ordonnées YOY^1 sur lequel nous porterons les bénéfices ou les pertes. Nous représentons sur l'axe des abscisses, par des longueurs égales, des écarts de cours, de 5 francs par exemple, dans le sens croissant de X^1 en X , et sur l'axe des ordonnées, par des longueurs égales à celles portées sur les abscisses, le bénéfice ou la perte correspondant à un écart de cours de 5 francs. L'ordonnée YOY^1 est perpendiculaire sur l'abscisse X^1OX en un point qui est le cours d'achat ferme. Ex. : 100.

Les bénéfices sont portés sur l'axe OY dans le sens croissant de O en Y , et les pertes sur l'axe OY^1 dans le sens croissant de O en Y^1 . Les cours en hausse sont représentés sur l'axe OX , et ceux en baisse sur l'axe OX^1 . Au point O , origine des coordonnées, qui figure le cours d'achat, il n'y a ni perte, ni gain. En un mot, l'axe X^1OX est la ligne des cours et l'axe YOY^1 l'échelle des bénéfices ou des pertes.

Sur l'axe OX , élevons des perpendiculaires aux points qui figurent les cours 110, 120, 130, et sur OY aux points 10, 20, 30

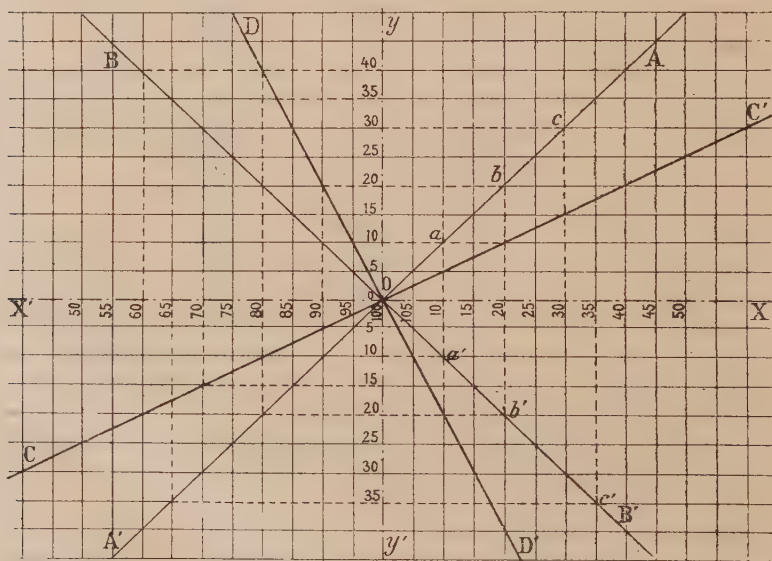


FIGURE 2.

qui indiquent le bénéfice correspondant à chacun de ces cours : si nous joignons par une droite OA les points d'intersection de ces perpendiculaires, il est évident, sans qu'il soit besoin de recourir à une démonstration géométrique, que OA est figurative de la position de l'acheteur ferme.

On voit que la droite OA dont les abscisses figurent les cours, et les ordonnées le gain, va croissant à mesure que les cours s'élèvent.

En baisse, la droite OA^1 est construite également en élevant,

aux points qui désignent les cours en baisse et la perte correspondante, des perpendiculaires au-dessous de OX^1 et OY^1 . Les points d'intersection de ces perpendiculaires, reliés entre eux, donnent la droite OA^1 , qui est le prolongement de la droite OA et figure la position de l'acheteur à la baisse.

Par contre, le vendeur ferme en hausse perd exactement ce que gagne l'acheteur ; si nous abaissons au-dessous de OX des perpendiculaires aux cours 110, 130, 135, et au-dessous de OY^1 aux points qui représentent la perte subie à ces différents cours, et joignons les points d'intersection de ces perpendiculaires $a^1b^1c^1$, nous obtenons la figurative de la position d'un vendeur à la hausse. En effet, la droite OB^1 , ayant pour abscisses les cours, et pour ordonnées la perte subie, va croissant à mesure que les cours s'élèvent, et décroît quand ils baissent.

De même la droite OB , dont les ordonnées, exprimant le bénéfice, croissent dans la mesure où les abscisses figurant les cours augmentent, représente la position du vendeur ferme à la baisse.

Si les longueurs portées en abscisses représentant les différences des cours, et celles portées en ordonnées représentant le bénéfice ou la perte correspondants sont égales, les droites ainsi trouvées OA , OA^1 , OB , OB^1 sont bissectrices des angles YOX , X^1OY^1 , YOX^1 et Y^1OX , et indiquent le bénéfice ou la perte pour une quantité donnée ; les droites qui représenteront la perte ou le bénéfice d'une quantité double auront toujours pour abscisses des longueurs indiquant les écarts de cours, mais pour ordonnées des longueurs doubles.

La droite OD qui a pour abscisse des différences de cours de 10 et 20 francs, a pour ordonnée respectivement 20 et 40 francs. Les droites qui représenteront la perte ou le bénéfice d'une quantité deux fois plus petite auront, pour des abscisses égales, des ordonnées deux fois plus petites. OC^1 a pour abscisse un écart de cours de 20 francs et pour ordonnée 10 francs.

Un achat ou une vente comportant une quantité 2, 3, 4 fois, etc... plus grande, ou 2, 3, 4 fois plus petite que l'unité considérée est représenté par une droite dont les ordonnées seront 2, 3, 4 fois plus longues ou plus courtes, les abscisses restant les mêmes.

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE D'UN ACHAT
ET D'UNE VENTE A PRIME

Nous nous servirons toujours des axes de coordonnées $X'OX$ et $Y'OY$ (fig. 3).

Au cours du pied de la prime, nous l'avons vu, un acheteur lève la prime, et au-dessous, il l'abandonne.

Soit un acheteur à $915/40$, 875, pied de prime. Au-dessous

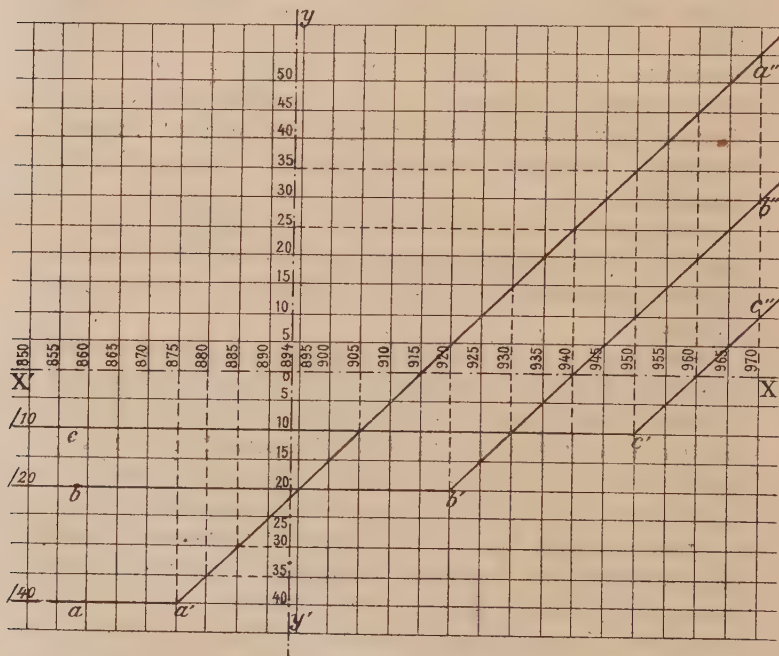


FIGURE 3.

de 875, la perte maximum et constante est de 40 francs et se trouve représentée sur le graphique par la droite aa' dont les abscisses croissent, mais dont les ordonnées restent les mêmes et égales à 40 ; celle-ci est donc parallèle à la ligne des cours, et à une distance de cette dernière égale à la prime, 40 francs représentant la perte subie.

Au-dessus de 875, la prime étant levée, la perte diminue : menons la droite aa'' passant par le cours d'achat de la prime, 915. Les ordonnées de cette droite ou les pertes vont en

décroissant à mesure que les abscisses ou le cours croissent. Aux cours 880, 885, 895, 900, les pertes sont respectivement de 35, 30, 20, 15 francs. Au point d'abscisse 915 et d'ordonnée 0, le bénéfice est nul. Au-dessus de ce cours, l'acheteur à prime est dans la même position qu'un acheteur ferme, et la droite qui représente son bénéfice va croissant. A 940, bénéfice + 25 ; à 950, bénéfice + 35, etc...

Nous représenterons de même (fig. 4) les positions des acheteurs à prime à 940/20 et 960/10, les pieds des primes étant 920

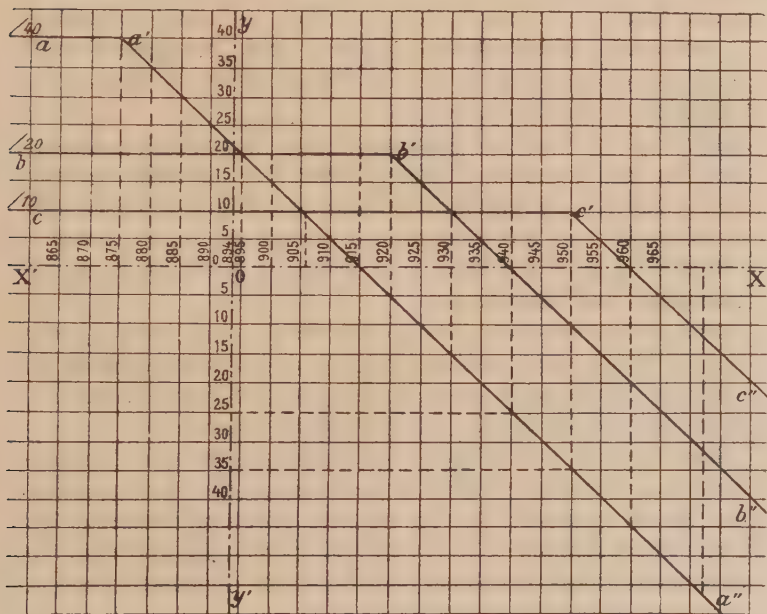


FIGURE 4.

et 950 francs, en tenant compte de ce que la perte jusqu'à ce cours est constante et égale à la prime, bb' , cc' , et qu'à partir de ce point la perte de la position diminue progressivement jusqu'au cours d'achat de la prime ; au-dessus le bénéfice va croissant.

La position du vendeur de prime est l'inverse de celle de l'acheteur : soit un vendeur à 915/40. Le bénéfice réalisé par le vendeur étant égal à la prime et constant au-dessous du

pied de la prime est ici représenté par la droite aa^1 parallèle à l'axe X^1OX , ligne des cours ; cette droite a , en effet, une ordonnée constante égale à 40 francs ou à la prime, jusqu'au cours 875, pied de la prime.

Au-dessus de 875, la prime étant levée, le bénéfice décroît ; il devient nul au cours de la vente et est figuré par la droite a^1a^2 passant par le cours de 915.

En effet, à mesure que croissent les abscisses ou les cours, les ordonnées ou le bénéfice diminuent. Aux cours 880, 890, 900, 905, le bénéfice est respectivement de 35, 25, 15, et 10 fr. ; à 915 francs, le résultat de l'opération est nul ; au-dessus, la perte subie résultant de la vente à prime est égale à celle résultant d'une vente ferme ; à 940, perte — 25 francs ; à 950, perte — 35 francs, etc...

D'après les mêmes principes, nous représenterons les positions des vendeurs à 940/20 et 960/10. Le bénéfice qui est de 20 francs et de 10 francs jusqu'aux pieds des primes 920 et 950 (bb^1 , cc^1) décroît ensuite progressivement jusqu'à 940 et 960, cours des primes. Au-dessus la perte est la même que celle d'une vente ferme.

Sur ces graphiques, les *écarts des primes* sont figurés par l'espace compris entre l'origine des coordonnées ou le cours du ferme et le point où la figurative d'une position à prime coupe l'axe X^1OX , ou cours de la prime.

Les *quotités des primes* sont représentées par l'espace compris entre l'axe X^1OX et la droite figurative de la position qui lui est parallèle. En un mot les abscisses mesurent les *écarts* et les ordonnées les *quotités des primes*. On voit (comme dans le graphique précédent) que les écarts croissent en raison inverse des quotités des primes.

En rapprochant les deux figures représentant l'achat et la vente d'une prime de même quotité et à un même cours, nous voyons qu'elles sont par rapport à l'axe X^1OX symétriques l'une de l'autre.

CHAPITRE IV

LIQUIDATION ET RÉPONSE DES PRIMES (1)

L'échéance à laquelle les acheteurs de primes sont tenus d'exercer leur droit d'option et de faire connaître à leurs contre-parties, les vendeurs, s'ils « lèvent » ou « abandonnent » la prime, c'est-à-dire s'ils maintiennent le marché et se portent acheteurs ferme, ou si, au contraire, ils le résilient, s'appelle la « réponse » des primes. Elle a lieu la veille du jour de liquidation à 13 heures 30 ou, si ce jour est férié, l'avant-veille.

a) *Influence de la réponse sur les positions individuelles.* —

La décision que prendront les acheteurs conditionnels dépend des cours cotés à cet instant et appelés *cours de réponse*.

En effet, nous avons vu plus haut que l'acheteur conditionnel a intérêt à se porter acheteur ferme, donc à « lever » la prime, si, au moment de l'arrivée du terme du marché, le cours coté ferme est supérieur au cours d'achat de la prime et même au pied de la prime, car, dans le premier cas, en vendant ferme, il réalise un bénéfice net, dans le second, il limite sa perte à une fraction de la prime.

Le fait que l'acheteur à prime est obligé d'attendre le cours de réponse pour connaître le sort de l'opération engagée par lui, et que le vendeur est lié par le parti que prendra l'acheteur, montre que le mode de liquidation des marchés à primes est tout différent de celui des marchés ferme. L'acheteur et le vendeur de ferme peuvent, comme nous l'avons vu plus haut, durant toute la durée et avant l'arrivée du terme, compenser respectivement leur opération initiale, en profitant des variations qui leur sont favorables, le premier en vendant à un cours supérieur à celui de son achat, le second

(1) Buchère, *op. c.*, n° 507.

en achetant à un cours inférieur à celui de la vente ; on dit alors qu'ils sont liquidés.

En effet, les marchés ferme sont définitifs dès leur conclusion, il en résulte que deux opérations de sens opposé, achat et vente, vente et achat, se compensent, et que l'arrivée du terme n'a aucune influence sur leur résultat, si ce n'est qu'elle oblige le spéculateur à solder une différence.

Il en va tout autrement des opérations à prime, que le spéculateur ne pourra compenser avant la réponse par une opération contraire.

Ex. : Soit un acheteur à 940/20 ; nous avons vu qu'il abandonnera son marché si le cours de réponse est inférieur au pied de la prime 920, ou le maintiendra dans le cas contraire.

Le vendeur à 940/20 reste lié par la décision de l'acheteur.

Supposons que l'acheteur avant l'échéance ait vendu ferme à 960, il ne peut connaître avant la réponse le sort de ses deux opérations. En effet :

Première hypothèse. — *Réponse au-dessus de 920.* — Prime levée. — L'achat conditionnel fait à 940 devient ferme, et compense la vente ferme à 960. Les deux opérations sont liquidées.

Deuxième hypothèse. — *Réponse au-dessous de 920.* — Prime abandonnée. — L'achat conditionnel est résilié, le spéculateur est vendeur ferme à découvert à 960. Il doit racheter ferme pour liquider la vente ferme.

Supposons que le vendeur, de son côté, a acheté ferme à 910.

Première hypothèse. — *Réponse au-dessus de 920.* — L'acheteur conditionnel lève la prime ; la vente conditionnelle à 940 devient ferme et se trouve compensée par l'achat ferme à 910.

Deuxième hypothèse. — *Réponse au-dessous de 920.* — La prime est abandonnée et la vente conditionnelle annulée. Le spéculateur doit liquider son achat ferme à 910 par une vente ferme au cours de réponse.

Ainsi donc acheteurs et vendeurs conditionnels ne peuvent à coup sûr liquider leurs opérations à prime, par une opération contraire ferme ou à prime, puisque la compensation

ou non de la seconde dépend du maintien ou de la résiliation de la première ; nous verrons plus loin, dans l'étude des opérations complexes, les moyens employés par les spéculateurs pour liquider et défendre une position à prime pendant le cours du terme.

b) *Influence de la réponse des primes sur la position de place.*

— De la fixation de la réponse à un cours donné dépend la résiliation ou la transformation en ferme d'un nombre plus ou moins grand d'opérations conditionnelles ; on comprend dès lors le rôle important qu'elle joue en modifiant *la position de place*.

Celle-ci, en effet, peut se trouver « chargée » à la hausse, si la réponse se fait en hausse ; les primes négociées pendant la durée du terme sont levées et les achats conditionnels transformés en ferme, ou bien être « dégagée » si on « répond » en baisse, du fait de l'abandon des primes et de la résiliation des contrats.

Dans le premier cas, il se produit un afflux quelquefois considérable d'acheteurs sur le marché qui ne peuvent lever le titre et vendent ferme aussitôt après la réponse pour se liquider ; c'est l'explication des « dégagements » qui ont presque toujours lieu après une réponse en hausse.

« Le cours de réponse n'est pas du tout établi à l'amiable comme le cours de compensation ; il est réel, c'est la loi de l'offre et de la demande qui le façonne et on peut dire que c'est celui autour duquel il se fait le plus d'affaires ; sa fixation est l'objet d'une vraie lutte contre haussiers et baissiers », et on appelle mouvements de réponse ces mouvements de flux et de reflux des cours en hausse ou en baisse provoqués par les deux parties.

Il s'agit en effet, pour les acheteurs, de faire lever successivement les primes les plus grosses jusqu'aux plus petites, qui transformeront les acheteurs à primes en acheteurs fermes, et inversement, pour les vendeurs, de faire abandonner successivement les primes les plus faibles jusqu'aux plus grosses (1).

En même temps que ce mouvement général s'effectue, on

(1) Lefèvre, *Traité des Valeurs mobilières et des Opérations de Bourse*, p. 235 et s. — Bozerian, *op. c.*, n° 75 et 78.

voit s'opérer des réalisations qui déterminent les petites oscillations du marché.

Le rôle de la spéculation consiste à poursuivre le découvert dans un sens ou dans l'autre, en offrant le titre, ou en achetant en quantités suffisantes pour étrangler les vendeurs ou les acheteurs, suivant la position de place, au moment où elle intervient, position que les gros spéculateurs ou la Haute Banque connaissent mieux que la masse du public, par des indiscretions intéressées et par des procédés empiriques qui leur permettent de déterminer jusqu'à un certain point la situation approximative des acheteurs et des vendeurs de primes.

M. H. Crampon donne un tableau très vivant des opérations qui se font et s'enchevêtrent pendant la durée du mois et de leur liquidation :

Expliquons autant que faire se peut, — dit-il, — le jeu de la grande spéculation sur le marché. Son moyen d'action le plus puissant consiste à exploiter la position de place. Si la position de place est à la baisse, c'est-à-dire si le découvert est considérable, elle produit par des achats précipités une hausse instantanée. Elle spéculé de la sorte sur la frayeur du public engagé à la baisse, les vendeurs se hâtent de racheter ; une première couche se rachète et accélère par ses rachats le mouvement inauguré par la grande spéculation. Ceux qui ne s'étaient point effrayés d'abord, voyant s'accroître leur perte, tremblent ; ils rachètent, et le mouvement continue de proche en proche jusqu'à ce qu'il atteigne de telles proportions que les agents de change forcent les plus entêtés à s'exécuter. Alors tout est dit : la hausse est finie.

Cependant, si les vendeurs seuls eussent racheté, la grande spéculation n'eût obtenu que la moitié du résultat souhaité par elle.

Voyant la hausse se déclarer, une nuée de petits spéculateurs se précipite sur la valeur en hausse. C'est la grande spéculation qui leur sert la pâture qu'ils sollicitent. Quand le découvert a cessé d'exister et que la nuée des petits spéculateurs est gorgée d'achats, la grande spéculation se retire sans mot dire sous sa tente, se réservant de donner en liquidation aux petits acheteurs les titres après lesquels ils couraient ardemment.

Si les petits acheteurs n'ont pas d'argent, tant pis pour eux, ils viendront en demander à la grande spéculation, elle leur en prêtera à 8 %, 10 %, et ils pourront garder ainsi, pendant plusieurs mois, les titres dont elle s'est débarrassée sur leur dos.

Quand de lassitude, après 15 % ou 20 % de perte, les petits spéculateurs se décideront à revendre leurs titres, qu'ils soient certains que la grande spéculation ne demandera pas mieux que de les leur reprendre, parfaitement convaincue de recommencer avec le même succès une campagne analogue 5 ou 6 mois après.

De même que le jour où l'on force les vendeurs sans titres à s'exécuter est le plus souvent le dernier jour de la hausse, de même le jour où l'on force les acheteurs sans argent à s'exécuter parce qu'ils ont trop perdu est le plus souvent le dernier jour de la baisse. L'agent de change apparaît alors comme un bourreau à l'imagination du petit spéculateur ruiné ; or, l'agent de change n'a fait qu'accomplir, en réalité, sans le savoir, pour sauvegarder ses intérêts d'intermédiaire, déjà compromis, l'arrêt dicté mystérieusement par la grande spéculation.

La grande spéculation désire-t-elle écouler une grande masse de titres ? Elle vend une quantité innombrable de primes, vingt fois, trente fois, l'équivalent de ce qu'elle veut écouler. Elle vend ces primes à tous écarts, gros et faibles, puis elle rachète sans crainte autant de ferme que cela est nécessaire pour faire la hausse. A chaque couche de prime ne se trouve-t-elle pas liquidée d'une égale quantité de ferme ? L'important en fin de compte c'est d'avoir vendu plus de primes qu'elle n'a acheté de ferme.

Arrive le jour de la réponse : Toutes les primes sont levées ; l'excédent que la grande spéculation a vendu à prime devient du ferme. Tant pis pour la place. Le ferme est livré, le report fera le reste.

La grande spéculation désire-t-elle faire, à son profit, et sans avoir de titres à placer, une grande campagne de hausse ? Pour cela encore les primes lui fourniront un procédé infailible. Pendant tout le mois, elle écrasera les cours par des offres persistantes de ferme ; aussi bien au comptant qu'à terme. Elle se proposera le *statu quo*, car il n'y a que le *statu quo* des cours qui puisse annuler en quelque sorte l'écart des primes, et c'est précisément l'annulation des écarts de primes qui est nécessaire au succès de l'opération. Le public, convaincu que les cours sont condamnés pour longtemps à une immobilité absolue, vend sans crainte des masses de primes sans s'apercevoir que c'est la grande spéculation qui les lui achète. Acheter beaucoup plus de primes qu'elle n'a été forcée de vendre de ferme pour maintenir le *statu quo*, telle est la simple base de l'opération. La grande spéculation n'a plus qu'à stimuler un peu de hausse ; toutes les primes qu'on lui a vendues deviennent aussitôt du ferme, les vendeurs de ces primes pris à l'improviste

rachètent en toute hâte, la hausse commence ; pour l'accélérer, s'il y a encore quelques Bourses avant la fin du mois, la grande spéculation escompte les vendeurs ; nouvelle étape de hausse. Arrive enfin le jour de la réponse ; toutes les primes sont levées. La grande spéculation déclare qu'elle a des capitaux et qu'elle lèvera en liquidation les titres achetés par elle. C'est le coup de fouet, il faut courir après les titres : il y a déport. Tous ceux qui ont vendu bas sont obligés de racheter haut, la grande spéculation leur revend haut ce qu'elle avait acheté très bas à prime. Au bout de quinze jours la campagne est finie.

La grande spéculation désire-t-elle garder les titres qu'elle a en portefeuille, mais en quadrupler ou quintupler le revenu aux dépens de la petite spéculation ? Elle vend pendant le mois des masses de primes, deux ou trois fois plus qu'elle n'a de titres. A l'approche du jour de la réponse, elle écrase le comptant ou le terme, en lâchant des quantités suffisantes de ferme. Les cours tombent. Toutes les primes sont abandonnées au jour de la réponse de fin de mois.

La grande spéculation émet-elle une nouvelle valeur dont elle n'aura acquis les titres en apparence que pour les revendre plus cher au public ? Elle établit un marché sur cette valeur. Aux uns, elle vend des primes qu'elle aura soin de faire lever ; aux autres, elle achète des primes, sachant parfaitement qu'ils ne pourront livrer puisqu'il n'y a pas de titres sur la place ; ils seront contraints de racheter des titres à la grande spéculation elle-même, et, naturellement, elle leur fera payer le prix qu'elle voudra.

Parfois la grande spéculation a aussi ses revers ; parfois le petit public est plus fort qu'elle. Ce cas, cependant rare, se présente lorsque survient par exemple un incident politique. D'autres fois, elle subit des échecs, lorsqu'elle se partage en deux camps, lorsque deux ou trois influences financières d'une importance à peu près égale luttent sur le marché.

QUATRIÈME PARTIE

TECHNIQUE ÉCONOMIQUE DES MARCHÉS A PRIMES ⁽¹⁾

CHAPITRE PREMIER

LOIS ÉCONOMIQUES AUXQUELLES OBÉISSENT LES MARCHÉS A PRIMES

Nous avons vu que, dans le marché à primes, l'acheteur limite sa perte, et le vendeur son gain, en augmentant, le premier, ses probabilités de perte, le second, ses probabilités de bénéfice.

De là vient que *plus la prime est petite*, plus la perte ou le bénéfice sont limités, plus son cours est élevé par rapport au ferme, c'est-à-dire plus les probabilités de perte pour l'acheteur, et de bénéfice pour le vendeur, sont augmentées; *plus l'échéance du marché est éloignée*, et permet d'espérer ou de craindre des variations de cours plus grandes, qui augmentent le bénéfice pour l'acheteur et la perte pour le vendeur, plus encore le cours de la prime sera élevé. Plus enfin *la valeur qui fait l'objet de ce marché est importante*, plus ses oscillations sont grandes, qui font courir un risque de perte

(1) Bozerian, *op. c.*, n° 74. — Hamburger, *op. c.*, p. 93 et s. — Milles (R.), *op. c.*, p. 141. — Buchère, n° 504-506. — Thœl, *Den Verkehr von Staatspapieren*, 1835. — Moser, *Die Lehre von den Zeitgeschäften und deren Kombinationen*, 1875. — Gareis, *Die Fasse und die Gründungen*, 1874. — Szkolny, *Théorie und Praxis des Prämiengeschäfte*, 1883. — Bronzin, *Théorie der Prämiengeschäfte*. — Fürst, *Prämien, Stellagen, Nachgeschäfte*, 1908. — Leser (E.), *Zur Geschichte der Prämiengeschäfte*, Berlin, 1896. — Holz (Leonhard), *Die Prämiengeschäfte*, Berlin, Decker, 1905. — Schuster (Richard), *Die Prämiengeschäfte*. Inaugural Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde an der Universität Marburg, 1903.

au vendeur et augmentent les chances de gain de l'acheteur, plus le cours de la prime sera élevé. Le cours des primes est soumis à la loi de l'offre et de la demande et basé sur le cours du ferme ; la différence entre les deux est une marge mobile appelée *écart* qui se « tend » et se « détend » suivant les risques encourus par les parties.

L'écart est donc le baromètre des marchés à primes ; c'est lui que consultent utilement les spéculateurs : un écart tendu est signe de hausse, les vendeurs craignant d'être débordés n'offrent la prime qu'à un cours très élevé ; réciproquement l'écart qui se détend est signe de baisse, puisque les acheteurs ne voyant pas la hausse hésitent à payer « cher » une prime qu'ils auront peu de chances de lever.

C'est donc en prenant pour base *l'écart* que nous formulons ici les trois lois économiques et leurs corollaires, auxquels obéissent les marchés à primes :

a) *L'écart augmente en raison directe de l'importance de la valeur. — Pour une même échéance et une prime égale.*

Caucasian 70.....	76/10.....	Ecart	6
Sucreries d'Egypte 600.....	650/10.....	—	50
Say 3.000.....	3.150/10....	—	150

On peut, dans les marchés à primes, donner une forme tangible et mathématique à ce qui exprime *la possibilité de gain ou de perte*, c'est l'écart convenu entre l'acheteur et le vendeur, écart dont la grandeur exprime la *probabilité* des fluctuations du ferme.

Une valeur a des fluctuations d'autant plus sensibles que son importance est plus grande et les risques de perte du vendeur de primes augmentent d'autant. Celui-ci se ménagera donc en hausse, en vendant plus cher, une marge ou écart tel que, à son avis, le risque d'être débordé avant la réponse ne sera pas supérieur au bénéfice qu'il recueillera en encaissant la prime si le marché est résilié.

Les fluctuations probables de la « Say » sont assurément plus grandes que celles du « Caucasian » et, si on admet que la première peut varier de 100 à 150 francs par mois, un écart de 6 francs sera très sensible et presque un événement pour le second. Donc, le vendeur offrira la prime sur chacune des

valeurs à un écart proportionnel à leurs variations respectives et possibles.

b) *L'écart croît en raison inverse de la quotité de la prime et diminue quand la prime augmente. — Toujours à une même échéance et pour une valeur d'importance égale.*

Say cote., 2000 ferme.... f. c.

—.....	2050/100.....	f. c.	Ecart.....	50
—	2080/40.....	f. c.	—	80
—	2100/20.....	f. c.	—	100

Le vendeur d'une petite prime, encourant un risque de perte illimité et de gain limité, compensera cette situation désavantageuse en vendant à un cours tel que les chances d'encaisser la prime soient plus grandes. Le vendeur d'une grosse prime réciproquement à un gain plus important sacrifiera une partie de ses chances de l'encaisser, il vendra donc moins cher la prime /100 que la prime /20, risquant ainsi d'être plutôt débordé en hausse, mais, en cas de résiliation du marché, il bénéficiera de 100 francs au lieu de 20 francs.

c) *L'écart croît en raison directe de l'échéance du marché, diminuant quand l'échéance se rapproche, augmentant quand elle s'éloigne. — Pour une valeur d'importance égale et une prime de quotité égale.*

Say 2000...	2050/40	f. c. octobre.....	Ecart	50
—	2080/40	f. p. novembre....	Ecart	80
—	2100/40	f. décembre.....	Ecart	100

Le facteur temps en Bourse est de la plus haute importance.

La fixation aussi lointaine que possible de l'échéance du marché est tout à l'avantage de l'acheteur conditionnel dont les possibilités de voir arriver un cours favorable et donc de se liquider avec profit seront d'autant plus grandes que la réponse sera fixée à une date plus lointaine.

Le vendeur de primes, au contraire, ayant les bras liés jusqu'au moment où se manifestera l'option de l'acheteur et qui lors de la conclusion du marché se trouve en bénéfice, aura tout intérêt à traiter à l'échéance la plus rapprochée, car les possibilités de variation des cours augmentent à mesure que s'éloigne la réponse ; d'où il suit que le prix de la

prime au 15 c. sera moins élevé que celui de la prime à f. c. et le prix de celle-ci moins élevé que celle à f. p.

En résumé, dans tout jeu égal, le joueur, quelque système qu'il suive, ne peut acquérir une probabilité plus forte de gain qu'à la condition de diminuer son gain ; par contre, il ne peut augmenter l'importance de son gain éventuel qu'à la condition de diminuer ses chances de gain, le produit que l'on obtient, en multipliant le gain possible par la probabilité de gain, devant toujours être égal à celui que l'on obtient en multipliant la perte possible par la probabilité de perte. Si le jeu est égal, les produits de la perte et du gain par leurs probabilités doivent de même être toujours identiques. Le joueur change le rapport des termes, accroît à volonté l'un des facteurs de chaque produit constant aux dépens de l'autre facteur. Ces facteurs que font varier ici l'acheteur ou le vendeur d'option sont la *quotité de la prime*, l'*échéance du marché* et l'*importance de la valeur sur laquelle ils opèrent*.

Si l'acheteur à prime limite l'importance de sa perte, il en augmente ses chances, et s'il réalise quelquefois un bénéfice d'une certaine importance, ce bénéfice est toujours payé par l'abandon de plusieurs primes ; le vendeur, par contre, en augmentant ses chances de bénéfice, les limite dans une égale proportion.

Mais le prix des primes n'est pas seulement déterminé par la probabilité mathématique de gain ou de perte, il est encore influencé par un élément entièrement étranger au calcul et qui est la certitude pour l'acheteur que sa perte ne dépassera jamais un certain taux, certitude qui n'existe pas dans les opérations ordinaires : *l'acheteur à prime paie un peu plus cher* qu'il ne le devrait, ceci en compensation de la tranquillité d'esprit dont il jouira dans le courant du mois, conservant, en présence de brusques variations de la valeur, toutes les émotions du gain et ayant détruit par avance celles de la perte, par le sacrifice anticipé de la prime.

M. Regnault (1) fait une démonstration théorique, basée sur le calcul des probabilités, de ce fait dont on peut d'ailleurs vérifier l'exactitude constante par la lecture d'une cote des cours des primes.

(1) J. Regnault, *op. cit.*, p. 40 et s.

CHAPITRE II

COROLLAIRES

Nous formulerons donc trois corollaires aux principes généraux exprimés ci-dessus :

a) *L'écart croît relativement plus vite que n'augmente l'importance de la valeur.*

Say	1800	.....	1890/40..	Ecart	90
Sucre	600	.....	620/40..	—	20 et non 30

b) *L'écart croît relativement plus vite que ne diminue la quotité de la prime, et, réciproquement, diminue moins vite que n'augmente la prime.*

Sucreries	600	.....	610/40.....	Ecart	10
—		.....	625/20.....	—	25
—		.....	645/10.....	—	45
—		.....	675/5.....	—	75

Le calcul des probabilités démontre, comme nous l'avons dit plus haut, que le produit de l'importance du gain : la prime, par la possibilité ou la probabilité du gain : l'écart, est un nombre toujours constant.

Or, dans l'exemple ci-dessus, à mesure que la prime diminue, l'écart se tend progressivement ; les chances de gain du vendeur de primes augmentant au delà de toute probabilité mathématique à mesure que celles-ci diminuent.

c) *L'écart croît relativement plus vite que ne s'éloigne l'échéance du marché, et, réciproquement, diminue moins vite que l'échéance ne se rapproche.*

Sucreries	600	.....	610/20.....	15.c.	Ecart	10
—		.....	625/20.....	f. c.	—	25
—		.....	645/20.....	15. p.	—	45
—		.....	675/20.....	f. p.	—	75

Ici, de même, les écarts, à mesure que l'échéance s'éloigne, augmentent progressivement de telle sorte que le produit de l'importance du gain ou de la perte : la prime, par la probabilité du gain ou de perte : l'écart, est un nombre croissant.

D'où il résulte, comme plus haut, que les chances de gain du vendeur, c'est-à-dire d'abandon de la prime, augmentent progressivement au delà de toute probabilité mathématique, à mesure que l'échéance s'éloigne ; l'intérêt de celui-là est donc malgré tout d'opérer à une date aussi éloignée que possible, et sur des primes aussi faibles que possible.

Ce fait, qu'une petite prime est relativement plus chère qu'une grande, et qu'une prime à quinze jours par exemple est relativement moins chère qu'une prime à un mois, s'explique par une sorte de témérité de la part des spéculateurs, incités à acheter à un cours relativement plus élevé dès que leur possibilité de succès devient très grande, en raison d'un marché conclu à une *échéance lointaine*, ou que leur perte initiale tend à diminuer en raison de la *décroissance de la prime*.

La figure 5 indique sur la base du ferme les cours cotés par les primes /40, /20, /10, /5, à une même échéance, et les cours

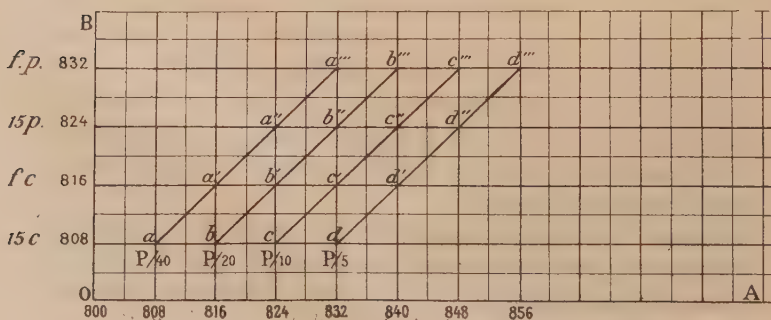


FIGURE 5.

cotés par chacune d'elles aux échéances de 15, 30, 45, 60 jours : 15 c., f. c., 15 p., f. p.

Ce tableau montre les variations du cours des primes, en raison de la quotité de la prime et de l'échéance. L'action Pathé cote ferme 800, soit les cours des primes /40, /20, /10, /5 considérés aux échéances de 15 c., f. c., 15 p., et f. p.

	/40	/20	/10	/5
	—	—	—	—
15 c.	808	816	824	832
f. c.	816	824	832	840
15 p.	824	832	840	848
f. p.	832	840	848	856

Soit les coordonnées OA et OB dont l'origine, le point O, désigne le cours du ferme 800. Sur les droites OA et OB, nous portons dans le sens croissant O en A et de O en B des longueurs égales à des écarts de cours, de 2 en 2 francs par exemple. Sur l'abscisse OA, nous indiquons les cours des primes /40, /20, /10 et /5, et, sur l'ordonnée OB, les cours d'une prime donnée aux échéances 15 c., f. c., 15 p., et f. p., et supposons que les écarts entre deux échéances sont les mêmes pour toutes les primes. En chacun de ces points, élevons des perpendiculaires sur OA et OB, les points d'intersection indiquent le cours coté sur une prime donnée à une échéance donnée.

En joignant les différents points trouvés pour chaque prime aux quatre échéances considérées, nous obtenons les droites $aa^1a^2a^3$, — $bb^1b^2b^3$, — $cc^1c^2c^3$, — $dd^1d^2d^3$, qui indiquent respectivement les cours des primes /40, /20, /10, /5; ces droites dont les abscisses figurent les cours cotés sur des primes de quotités différentes, et les ordonnées les cours cotés sur chacune des primes, aux quatre échéances, vont en croissant à mesure que la quotité de la prime décroît ou que les échéances s'éloignent.

Nous avons supposé ici que les écarts de cours entre deux primes dans le rapport de 1 à 2, exemple /40 et /20 ou 20/ et 10/, étaient égaux aux écarts de cours cotés sur une même prime négociée à deux échéances séparées par 15 jours.

On voit que la prime /40 à f. p. se traite au même cours que la prime /20 au 15 p. ou que la prime /10 à f. c., ou que la prime /5 au 15 c.; les écarts entre les divers cours de ces primes considérées à une échéance différente sont de 6 francs, comme les écarts entre les cours des primes /40, /20, /10 et /5 considérées à une même échéance.

Ce premier tableau a simplement pour but de fixer les idées du lecteur, en lui montrant les variations des cours des primes, ou des écarts, ce qui revient au même, en raison de

l'échéance et de la quotité de la prime, mais, en réalité, les cours des primes obéissent à des lois plus précises, dont nous avons formulé les principes dans les corollaires ci-dessus.

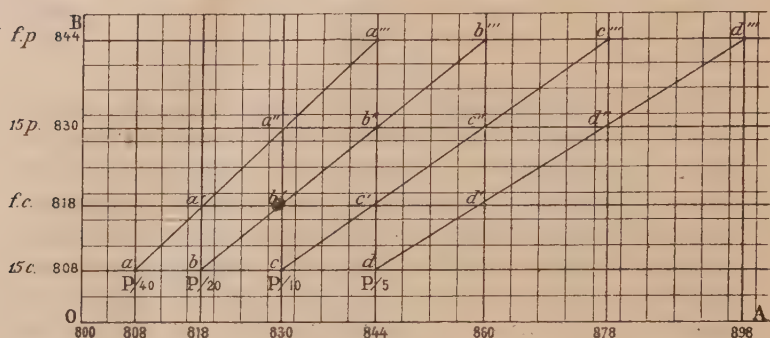


FIGURE 6.

La figure 6 répond plus exactement à la réalité.

Pathé cote ferme 800, soit les cours des primes /40, /20, /10 et /5 considérées, chacune, aux échéances de 15 c., f. c., 15 p., et f. p.

	/40	/20	/10	/5
15 c.	808	818	830	844
f. c.	818	830	844	860
15 p.	830	844	860	878
f. p.	844	860	878	898

Soit les coordonnées OA et OB qui figurent toujours les cours et à l'origine le point O qui désigne le cours du ferme 800.

Nous indiquons sur la droite OA le cours des primes /40, /20, /10 et /5 à une même échéance, et sur la droite OB les cours de ces primes aux quatre échéances 15 c., f. c., 15 p., f. p. ; nous voyons que les écarts des cours des primes ne croissent plus proportionnellement, mais progressivement par rapport aux quotités des primes et aux échéances.

Sur l'abscisse OA et l'ordonnée OB, nous élevons des perpendiculaires, aux cours des primes considérés. Les points d'intersection désignent le cours d'une prime donnée à une échéance donnée. En joignant tous les points trouvés aux quatre

échéances et se rapportant à une même prime, nous obtenons les droites $aa^1a^2a^3$, $bb^1b^2b^3$, $cc^1c^2c^3$, $dd^1d^2d^3$ qui indiquent les cours cotés respectivement par les primes /40, /20, /10, /5.

Ces droites dont les abscisses figurent les cours cotés sur des primes de quotités différentes, et dont les ordonnées figurent les cours cotés, sur chacune des primes, aux diverses échéances, vont en croissant. Elles ne sont plus ici parallèles comme dans la figure 5, mais vont en croissant progressivement à mesure que la quotité de la prime diminue ou que l'échéance s'éloigne, puisque les cours des primes ou les écarts croissent plus vite que ne s'éloigne l'échéance du marché, ou que ne diminue la quotité de la prime. C'est ainsi que l'écart est de 10 francs entre les cours des deux primes /40 et /20 ($a-b$) et de 14 francs entre les cours des primes /10 et /5 ($c-d$) à l'échéance du 15 c., bien que, dans les deux cas, les quotités des primes soient dans le rapport de 1 à 2.

De même, l'écart des cours entre la prime /10 au 15 c. et à f. c. est de 8 francs ($c-b^1$) tandis qu'il est de 14 francs pour la même prime /10 au 15 p. et à f. p. (c^2-b^3), bien que, dans les deux cas, les échéances des deux marchés soient restées dans le même rapport, c'est-à-dire éloignées l'une de l'autre de 15 jours.

CINQUIÈME PARTIE

ÉTUDE PRATIQUE DES MARCHÉS

A PRIMES ⁽¹⁾

Toutes les combinaisons auxquelles peuvent donner lieu les opérations à primes sont extrêmement diverses et souvent fort complexes ; aussi Michaelis pouvait-il dire que « si on faisait défiler toutes les multiples combinaisons et métamorphoses qui seraient possibles avec le marché à primes, on croirait regarder dans un kaléidoscope qui présenterait des images toujours nouvelles ».

Les marchés à primes comportent :

- 1° Des opérations simples : Achats ou Ventes à prime ;
- 2° Des opérations complexes qui sont la combinaison :

a) D'un achat ou d'une vente à prime avec un achat ou une vente ferme, en quantité supérieure, égale ou inférieure ;

b) Ou d'un achat ou d'une vente ferme contre l'achat ou la vente d'une prime, en quantité inférieure, supérieure ou égale ;

c) Ou encore d'un achat ou d'une vente d'une grosse prime, contre l'achat ou la vente d'une petite prime en quantité inférieure, égale ou supérieure.

La première combinaison est appelée : prime contre ferme, la seconde : ferme contre prime, et la troisième : prime contre prime.

(1) Bozerian, t. I, n° 115 et s. — Courtois, *op. c.*, p. 37. — Buchère, n° 610 et s. — Duchâteau, *Cours de la Bourse*, 1901, p. 273. — Milles (R.), p. 285 et s. — Hamburger, p. 98 et s. Voir aussi : Canon Victor, *Nouvelle Grammaire de la Bourse*. — Dumont, *Guide de la Bourse*. — Favre, *La Bourse clairement expliquée*. — Fayé, *Petit manuel à l'usage de la Bourse de Paris*. — Lallier, *Opérations de Bourse mises à la portée de tous*. — Lefèvre, *op. c.* — Moser, *Le petit Echellier*. — Marinitish, *Bourse théorique et pratique*.

TITRE PREMIER ⁽¹⁾

OPÉRATIONS SIMPLES

CHAPITRE PREMIER

ACHAT A PRIME

L'achat à prime est une opération à risque limité ; comme nous l'avons vu, le payeur de primes ne peut jamais perdre plus que la prime.

Prévoyant la hausse sur telle valeur, je pourrais me porter acheteur ferme ; dans ce cas, je bénéficieraïs de toute la hausse, mais, par contre, je m'expose à subir toute la baisse ; cet aléa, je veux l'éviter, j'achèterai donc une prime.

Ex. : Say, cote f. c. 2000 ferme

2030/100

2080/40

2100/20

J'achète 25 Say 2080 /40 f. c.

Moyennant l'abandon de la prime, je pourrai résilier le marché, ma perte maximum ne dépassera pas 40 francs ; mais j'ai intérêt à lever la prime et à maintenir mon marché au-dessus de 2080 francs et à l'abandonner au-dessous de 2040 fr. ; entre ces deux cours, je devrai encore lever la prime afin de limiter ma perte à une fraction de 40 francs.

(1) Bazin, *La Bourse et ses opérations*, 1837. — Bey, *Nouveau Manuel de Bourse*, 1889.

1^o *Achat d'une prime liquidé à la réponse avec bénéfice par une vente ferme.*

Ex. : 1^{er} déc. A. 630/20
 14 déc. Réponse 650 francs,
 prime levée : V. 650 Bénéfice +20

2^o *Achat d'une prime liquidé à la réponse sans bénéfice ou avec perte partielle par vente ferme.*

Ex. : 5 déc. A. 630/20
 14 déc. Réponse 615,
 prime levée : V. 615 Perte -15
 si Réponse 630, prime levée V. 630 — 0

3^o *Achat d'une prime abandonnée à la réponse.*

Ex. : 5 déc. A. 630/20, Réponse : 600
 Abandon de la prime : perte - 20

4^o *Achat d'une prime liquidé avant la réponse et prime abandonnée.*

Ex. : 5 déc. A. 630/20
 10 déc. V. ferme : 650
 14 déc. Réponse 600, prime abandonnée :
 A. 600 pour liquider la vente à 650 : Bénéfice + 50.

L'acheteur à prime a tout intérêt, si la hausse se produit après son achat, à vendre ferme au-dessus du cours de la prime. En effet, si la réponse se fait en baisse, il rachète ferme, la prime est abandonnée ; si elle se fait en hausse, l'achat à prime maintenu liquide la vente ferme.

5^o *Achat à prime liquidé avant la réponse et prime levée.*

Ex. : 5 déc. A. 630/20.
 20 déc. V. ferme : 650.
 30 déc. Réponse 670 : Je lève la prime, mon achat conditionnel devient ferme et liquide ma vente à 650 : Bénéfice + 20.

Un achat à prime peut encore être liquidé par la vente d'une prime plus grosse ou plus petite, placée à un cours supérieur à celui de l'achat initial.

Cette opération rentre dans l'étude que nous ferons plus loin des combinaisons : Ferme c/Prime, et Prime c/ Prime.

CHAPITRE II

VENTE A PRIME

La vente à prime est une opération à risque illimité, et à bénéfice limité, mais, par contre, la probabilité pour le vendeur d'encaisser la prime est plus grande que celle pour l'acheteur de la lever.

Le vendeur de prime étant dans la position inverse de celle de l'acheteur, bénéficiera de la prime si le marché est résilié, et sera tenu de livrer les titres, s'il y a hausse, à l'acheteur.

« Etant faite au-dessus du cours du ferme, la vente à prime donne un bénéfice (1) :

« 1° Si on baisse ;

« 2° Si les cours restent stationnaires ;

« 3° Si la hausse n'atteint pas le cours auquel la prime a été vendue.

« Elle ne perd que lorsque la hausse dépasse le cours de vente.

« Sur quatre alternatives, une seule met le vendeur en perte, mais elle est illimitée, et cela suffit à rendre l'opération particulièrement dangereuse. »

En outre, elle a le désavantage de le mettre à la merci de l'acheteur et de le lier, jusqu'à la réponse des primes, ce n'est pas avant ce moment précis qu'il connaîtra le sort de son opération.

Echelle des Primes : Définition.

Afin de connaître exactement sa situation à tout moment, le spéculateur fait un tableau des différents cours susceptibles d'être cotés à la réponse, et inscrit, devant chacun d'eux, l'importance du gain ou de la perte dont il bénéficierait ou qu'il subirait si la réponse se faisait sur un cours donné. Ce tableau s'appelle en terme de Bourse : « l'Echelle ».

(1) Hamburger, *Le Guide pratique de la Bourse*, p. 113.

Ce n'est pas le cours de la prime qui figure sur l'échelle, mais le pied de la prime, c'est-à-dire le cours de la prime diminué du montant de la prime. A ce cours, au-dessus duquel la prime est levée, et au-dessous duquel elle est abandonnée, l'acheteur se débite de la prime et le vendeur s'en crédite.

Ex. : A. 2080/40 - (2040) Perte - 40
 V. 2080/40 - (2040) Bénéf. + 40

C'est, en effet, au pied de la prime que l'acheteur subit sa perte maximum et le vendeur recueille son plus grand bénéfice.

Au-dessous de 2.040, l'acheteur ne perd jamais plus que la prime, et le vendeur ne gagne jamais plus que la prime ; mais, au-dessus, le premier réalise un bénéfice illimité dans la proportion où le second subit une perte illimitée :

Echelle	Acheteur	Echelle	Vendeur
1800	- 40	1800	+ 40
2000	- 40	2000	+ 40
2040	A. - 40	2040	V. + 40
2060	20	2060	+ 20
2080	0	2080	0
2100	+ 20	2100	- 20

TITRE II

COMBINAISONS COMPLEXES

Les opérations complexes peuvent être classées en trois groupes : Ferme c/ Prime, Prime c/ Ferme, et Prime c/ Prime, c'est-à-dire : Achat Ferme c/ Vente à Prime, Vente ferme c/ Achat à prime, et Achat à Prime c/ Vente à Prime.

Certains auteurs ont distingué les opérations à risques limités et celles à risques illimités.

D'autres, enfin, ont adopté le classement suivant :

- 1° Opérations dirigées à la hausse ;
- 2° Opérations dirigées à la baisse ;
- 3° Opérations en bénéfice sur maintien des cours ;
- 4° Opérations en bénéfice sur de gros mouvements des cours.

Nous donnons ci-dessous les tableaux correspondant aux trois classements :

MODES DE CLASSEMENTS

A) **PREMIER CLASSEMENT : Analytique.** — Opérations dites :

Ferme c/ Prime.			Prime c/ Ferme.			Prime c/ Prime.		
Ferme c/ Prime			Prime c/ Ferme			Prime c/ Prime		
A ² C	V ¹	40	V ²	A ¹	40	A ² /20 C	V ¹	40
		20			20			20
		10			10			10
	V ²	40		A ² C	40		V ²	40
		20			20			20
		10			10			10
	V ⁴	40		A ⁴	40		V ⁴	40
		20			20			20
		10			10			10

A¹, A², A³, etc... indices ¹, ², ³, représentent l'achat de une, deux, trois unités de spéculation, soit : 25, 50, 75, etc... titres.

V¹, V², V³, etc... indices ¹, ², ³, représentent la vente de une, deux, trois unités de spéculation, soit : 25, 50, 75, etc... titres.

a) *Ferme c/ prime.*

En achetant ferme, on peut :

Vendre en quantité inférieure,
en quantité égale,
en quantité supérieure,

des primes de toutes catégories.

b) *Prime c/ ferme.*

En vendant ferme, on peut :

Acheter en quantité inférieure,
en quantité égale,
en quantité supérieure,

des primés de toutes catégories.

c) *Prime c/ prime.*

En achetant une prime donnée, on peut :

Vendre une prime plus grosse,
une prime égale,
une prime plus petite,

dans chaque cas en quantité supérieure, égale, inférieure.

B) DEUXIÈME CLASSEMENT : Opérations à risques limités et illimités.

1° Opérations à risques limités.

Vente ferme c/ achat à prime :

en quantité égale
ou supérieure.

Achat d'une prime c/ vente d'une prime :

plus grosse,
égale,
plus petite,

dans chaque cas en quantité inférieure ou égale.

2° Opérations à risques illimités.

Achat ferme c/ vente à prime.

Vente ferme c/ achat à prime en quantité inférieure.
 Achat à prime c/ vente à prime en quantité supérieure.

C) TROISIÈME CLASSEMENT.

1° Opérations à la hausse.

Achat ferme c/ vente à prime en quantité inférieure ou égale.

Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus petite ;

prime égale ;

prime plus grosse (à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à celle des primes achetées).

Vente à prime en quantité égale d'une prime plus petite.

2° Opérations à la baisse.

Vente ferme c/ achat à prime en quantité inférieure ou égale.

Achat d'une prime c/ vente :

En quantité égale, d'une prime plus grosse ;

En quantité supérieure, d'une prime plus grosse ou d'une prime égale.

3° Opérations en bénéfice sur maintien des cours.

Achat ferme c/ vente à prime en quantité supérieure.

Achat d'une prime c/ vente d'une prime plus petite en quantité supérieure (à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à celle des primes achetées).

4° Opérations en bénéfice résultant de gros mouvements de cours.

Vente ferme c/ achat à prime en quantité supérieure.

Achat à prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse (à condition que la somme des primes vendues soit supérieure à celle des primes achetées.)

Nous adopterons pour l'étude pratique des marchés à terme le troisième classement : Opérations à la hausse et à la baisse, en bénéfice sur maintien des cours, ou sur de grandes fluctuations, qui nous paraît être le plus clair

SECTION PREMIÈRE

Opérations ferme c/ prime et prime c/ ferme.

CHAPITRE PREMIER

OPÉRATIONS A PRIMES DIRIGÉES A LA HAUSSE

A) Achat ferme c/ vente de primes de toutes catégories en quantité égale (fig. 7).

Cette opération est à bénéfice limité, représenté en hausse par l'écart entre l'achat ferme et la vente à prime, et à risque illimité puisque l'achat ferme subit toute la baisse :

Ex : Say : 2000..... 2. 050/40..... 2070/20, f. c.

J'achète 25 Say : 2000 et vends en même temps une quantité égale à Prime 2070/20 : A. 2000, V. 2070/20.

1^{er} Cas. — *Réponse en hausse.* — Au-dessus du pied de la prime : prime levée.

L'achat ferme liquide la vente à prime devenue vente ferme : Bénéfice égal à l'écart entre l'achat ferme et la vente à prime : A. 2000, V. 2070, B. $+ 70$.

2^e Cas. — *Réponse en baisse.* — Au-dessous du pied de la prime : prime abandonnée.

La vente conditionnelle est résiliée, le spéculateur bénéficie de la prime abandonnée. — Le montant de celle-ci diminue d'autant le prix d'achat du ferme.

2000—20=1980. — On dit que la prime 1930 — 50
est une couverture en baisse. 1950 — 30

L'échelle de la position de ce spécula- 1980 A¹ 0
teur est la suivante : 2000 + 20

A : 1.980, + V : 2.050 2050 V¹ + 70

Au-dessous de 1980, la perte sur le ferme devient illimitée

3^e Cas. — Réponse au-dessous du pied de la prime mais au-dessus du ferme, à 2040.

Prime abandonnée : bénéfice + 20.

Achat ferme liquidé par vente ferme à 2040 francs. A. : 2000,

— V. : 2040... B. + 40... B. total + 60.

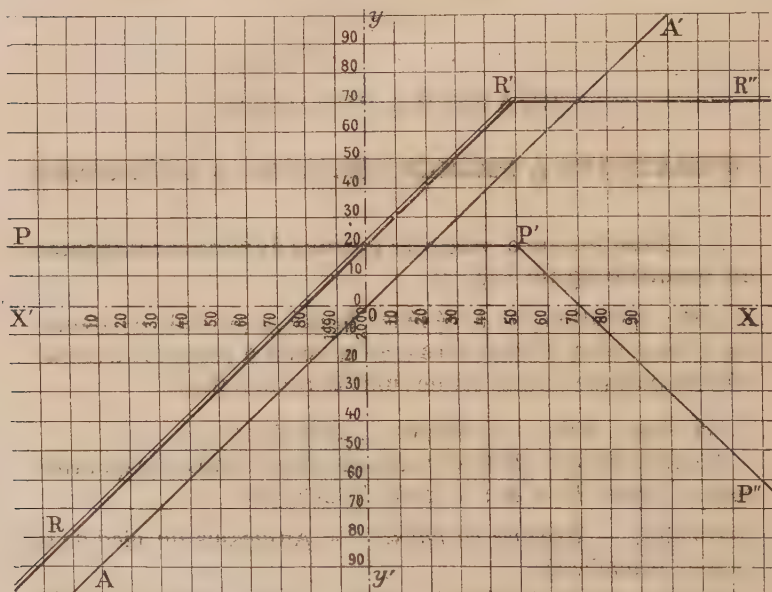


FIGURE 7.

Il n'y a que deux figures élémentaires pour représenter toutes les positions pouvant résulter des marchés à primes; la ligne droite pour les opérations ferme et la ligne brisée pour les opérations à primes.

Ce sont les combinaisons de ces deux lignes et leurs variations par rapport aux axes primitifs qui fournissent les figures des innombrables combinaisons des opérations de Bourse.

Deux ou plusieurs opérations peuvent être représentées par une seule ligne. Celle-ci, appelée *résultante*, exprime à tous les cours envisagés la somme algébrique des pertes ou bénéfices des opérations simples.

C'est ainsi que la vente à primes P , P^1 , P^2 , et l'achat ferme AOA' sont tous deux représentés par la droite $RR'R''$, résultante des deux figures simples laquelle indique au spéculateur le résultat total des deux opérations initiales, et donc sa position finale (ligne à double trait).

C'est au cours du pied de la prime que cette opération donne son bénéfice maximum.

Donc, l'acheteur ferme c/ prime gagne :

Si les cours restent stationnaires ;

S'il y a hausse ;

Si la baisse n'équivaut pas au montant de la prime vendue qui a diminué d'autant le prix du ferme acheté ; il ne perd que dans le seul cas où la baisse devient plus forte que ce montant, mais au-dessous la perte est illimitée.

B) Achat ferme c/ vente à prime en quantité inférieure.

A ² 50 Say 2000... V ¹ 25 Say 2070/20	1960	— 60
(2050) Pied de la prime (fig. 8)	1980	— 20
	1990 A ²	0
Hausse : Prime levée.	2000	+ 20
A ¹ 25 Say à 2000, liquidé par	2050 V ¹	+ 120
V ¹ 25 Say, à 2070, Bénéfice + 70 fr.	2070	+ 140

mais il reste A¹ 25 Say qui peut donner en hausse un bénéfice illimité.

Baisse : Prime abandonnée.

Les 50 primes abandonnées au profit de l'acheteur diminuent d'autant la perte résultant de l'achat de 25 titres à 2000. Le cours limite au-dessous duquel il commencera à perdre est 1.990 ; en un mot, les primes vendues le couvrent jusqu'à ce cours.

L'échelle de cette opération est donc :

A² 1.990, — V¹ 2.050, Bénéfice + 120 francs à ce cours.

Les deux précédentes opérations comportent une zone bénéficiaire, comprise entre le cours du ferme diminué de l'importance des primes ; illimitée à la hausse pour l'opération : Achat ferme c/ vente à prime en quantité inférieure, et limitée à l'écart pour l'opération : Achat ferme c/ vente à prime en quantité égale.

C) Marchés ferme c/ prime. Influence des facteurs : quotités, échéances, quantités de Primes vendues.

Le spéculateur possède avec le marché à prime un merveilleux instrument aussi maniable et précis qu'il le désire. Avec

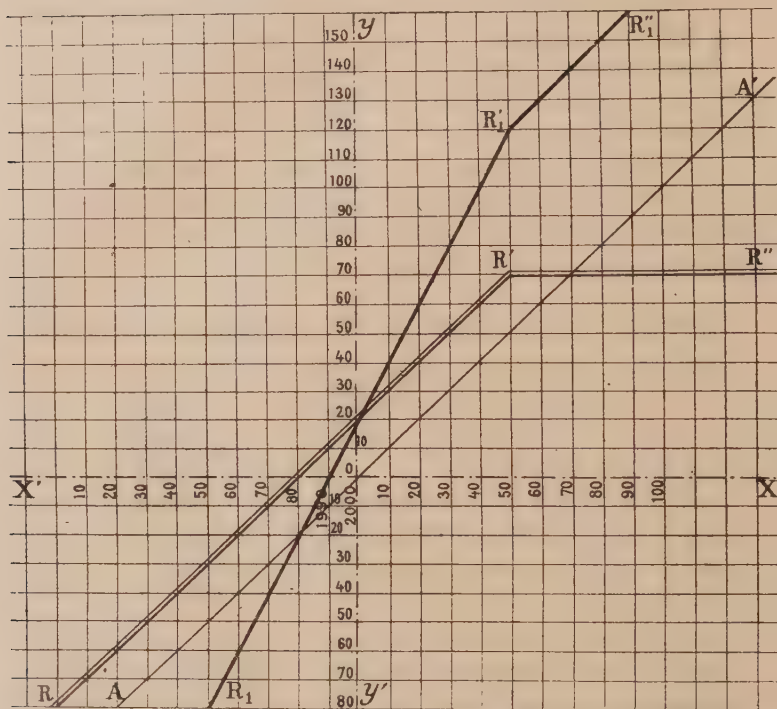


FIGURE 8.

La droite RR_1R_2 est résultante dans la figure 7 d'un achat ferme et d'une vente à prime de 25 titres; la droite RR_1R_2 , résultante de la droite RR_1R_2 et d'un achat ferme de 25 titres $A O A'$, figure bien la position d'un spéculateur acheteur ferme de 50 titres, et vendeur à prime de 25 titres.

l'opération ci-dessus, il s'est ménagé une zone bénéficiaire au-dessus et au-dessous du ferme de telle sorte que la réponse se faisant sur un quelconque des cours compris dans cette dernière, le spéculateur aura toujours un gain plus ou moins important ; mais la tendance du marché peut être dirigée plutôt à la hausse qu'à la baisse ou réciproquement, c'est ici que le spéculateur, grâce à la souplesse du marché à primes, peut déplacer la zone bénéficiaire de son opération et la faire concorder aussi rigoureusement que possible avec les variations prévues de la valeur.

Il lui suffira de faire varier un des éléments de ces marchés :
Quotité de la prime, l'échéance, les quantités vendues.

Les 3 lois économiques que nous formulons ici s'appliquent à toutes les opérations qui comportent un achat ferme c/ une vente à prime, c'est-à-dire aux opérations « ferme c/ primes »

a) *Quand la quotité de la prime croît, la couverture en baisse représentée par les primes abandonnées augmentant, le risque de perte diminue, mais, inversement, en hausse le bénéfice éventuel représenté par l'écart diminue à mesure que la prime augmente d'importance.*

b) *Quand l'échéance s'éloigne, l'écart augmente, et, en conséquence, le bénéfice possible en hausse, tandis qu'en baisse, la couverture représentée par les primes abandonnées reste la même.*

c) *Quand la quantité des primes vendues augmente, la couverture en baisse augmente d'autant, mais, en hausse, le risque éventuel de perte résultant d'un plus grand nombre de primes vendues à découvert est plus grand.*

En vendant des primes plus importantes, en quantité plus grande, à une échéance plus rapprochée, on augmente sa couverture en baisse; le risque de perte en baisse est donc diminué, mais également le bénéfice en hausse. En un mot, il y a déplacement de la zone bénéficiaire vers le bas de l'échelle

1^o Vente de primes plus petites.

	Limite de bénéfice en baisse	Bénéfice possible en hausse
Echelle. A. 600, V. 610/40.	560	+ 10
— A. 560, V. 570.		
Echelle. A. 600, V. 630/20.	580	+ 30
— A. 580, V. 610.		
Echelle. A. 600, V. 655/10.	590	+ 55
— A. 590, V. 645.		
Echelle. A. 600, V. 680/5.	595	+ 80
— A. 595, V. 675.		

2^o **Vente à une échéance éloignée.** — De plus, le fait d'opérer à une échéance éloignée augmente en hausse le

bénéfice éventuel, puisque les écarts pour une prime égale sont plus tendus, tandis qu'en baisse, la couverture reste la même et, inversement, on limite en baisse ses risques de perte si on opère à une échéance plus rapprochée, puisque les différences de cours vont en diminuant pour des temps plus rapprochés et en augmentant pour des temps plus éloignés.

		Limite de bénéfice en baisse	Bénéfice possible en hausse
Echelle.	A. 600, V. 15 c. 618/20.	580	+ 18
—	A. 580, V. 598		
Echelle.	A. 600, V. f. c. 640/20.	580	+ 40
—	A. 580, V. 620.		
Echelle.	A. 600, V. 15 p. 665/20.	580	+ 65
—	A. 580, V. 645.		
Echelle.	A. 600, V. f. p. 695/20.	580	+ 95
—	A. 580, V. 675.		

3^o Vente de primes en plus grande quantité. — En troisième lieu, le spéculateur augmente sa couverture en baisse en vendant une plus grande quantité de primes, mais réciproquement, il augmente ses risques en hausse, en raison du découvert résultant de ces ventes à prime.

Ici nous n'étudions l'application de ce principe qu'en ce qui concerne l'achat ferme c/ la vente à prime en quantité inférieure ou égale, nous réservant d'en faire la démonstration plus loin à l'achat ferme contre la vente à prime en quantité supérieure.

	Limite de perte en baisse	Limite de bénéfice en hausse	Bénéfice maximum possible
Echelle A ¹ 600 V ¹ 640/20	580	640	+ 40
— A ¹ 580 V ¹ 620			
Echelle A ¹ 600 V ² 640/20	560	680	+ 60
— A ¹ 560 V ² 620			
Echelle A ¹ 600 V ³ 640/20	540	660	+ 80
— A ¹ 540 V ³ 620			
Echelle A ¹ 600 V ⁴ 640/20	520	653	+ 100
— A ¹ 520 V ⁴ 620			

On voit, par les exemples ci-dessus, d'ailleurs limités, puisqu'on peut augmenter les quantités traitées, opérer sur

des primes /200 jusqu'à 0 fr. 10, ou vendre à des échéances qui vont jusqu'à 5 ou 6 mois en coulisse, les ressources nombreuses et variables que le marché à prime offre au spéculateur ; de plus, celui-ci pourra combiner entre eux les facteurs ci-dessus et réaliser ainsi l'opération dont les limites en hausse ou en baisse, de perte ou de bénéfice, correspondront exactement à ses prévisions.

Les Sucreries d'Egypte viennent de subir une baisse très sensible : le spéculateur qui ne croit pas à la persistance de ce mouvement, mais au contraire à un « redressement » des cours, pourra engager l'opération suivante à la hausse en vendant de petites primes.

Echelle A. ferme 600, V. f. p. 725/10 715	{	Limite de perte en
		baisse : 590.
	{	Bénéfice possible en
		hausse : + 125 fr.

La valeur s'est redressée le mois suivant, le spéculateur est maintenant incertain sur son orientation future, il se couvre donc assez largement en baisse ; quitte à limiter son bénéfice en hausse, en vendant à une échéance plus rapprochée :

Echelle A. ferme 600, V. 15 c. 630/40 590	{	Limite de perte en
		baisse : 560.
	{	Bénéfice possible :
		+ 30 francs.

ou bien :

Echelle A. ferme 600, V. f c. 640/50 590	{	Limite de perte en
		baisse : 550.
	{	Bénéfice possible :
		+ 40 francs.

D) Ventes de primes sur titres en portefeuille.

Une opération qui n'offre aucun aléa, et qui mériterait d'être plus connue des capitalistes, est la vente de primes sur titres en portefeuille.

En effet, celui qui possède des valeurs qui font l'objet de négociations à terme vend à prime, une quantité égale de

titres de même nature que ceux possédés par lui, à un cours aussi élevé que possible. Deux éventualités peuvent se produire :

a) *Cas des Primes levées.*

Un capitaliste a en portefeuille 50 actions Pathé achetées 500 fr. et qui cotent ferme sur le marché 625 et à prime 670/20.

Il vend 50 Pathé à 670/20 f. c.

Lors de la réponse, les primes sont levées, la vente conditionnelle est devenue ferme. — Il livre les titres possédés par lui.

b) *Cas des Primes abandonnées.*

Les primes abandonnées à son profit viennent compenser, dans une certaine mesure, la moins-value que subissent ses titres, du fait de la baisse. Il gagne 50 primes à 20 francs qui diminuent d'autant le prix de revient de ses actions.

Le capitaliste ne court donc aucun risque en vendant des primes sur des titres qu'il possède; dans le premier cas, il doit bien livrer les titres, mais ceux-ci se trouvent être vendus à un cours avantageux, dans le second cas il gagne les primes vendues.

Cependant cette opération si simple en apparence, n'est pas toujours possible. En effet, si les primes sont levées, le spéculateur devrait, pour réaliser cette opération, remettre les titres vendus en portefeuille, donc les racheter à un cours élevé.

De même, en baisse, le capitaliste ne pourra vendre des primes à un cours inférieur au prix d'achat de ses titres, sinon il s'interdit toute possibilité de récupérer sa perte; il en résulte qu'à chaque étape de baisse, il ne pourra plus vendre que des primes de quotité de plus en plus petite, jusqu'au moment où la plus petite prime se négociera à un cours inférieur au prix d'achat des titres (il n'y a plus alors intérêt à vendre des primes).

Possédant 50 actions Pathé achetées 500 francs, un capitaliste vend le 1^{er} décembre, f. c., 50 Pathé, 570/20 (550).

Le 30 décembre, les primes sont abandonnées à son profit. Le prix d'achat des titres est ainsi ramené à 480 francs.

Le 1^{er} janvier, Pathé cote ferme : 450, f. c. 470/20, 495/10.

Il est encore possible de vendre à prime /10 V. 95/10

Le 30 janvier, les primes sont abandonnées. Le prix d'achat du ferme est ramené à 470 francs.

Le 1^{er} février, Pathé cote ferme : 420, 450/20, 465/10

Il devient dès lors impossible de vendre à prime.

Le capitaliste devra attendre une réaction lui permettant de vendre une prime à un cours supérieur à 470 francs.

C'est bien là l'opération idéale (1), donnant un bénéfice en hausse et en baisse, qui ne comporte d'autre risque que celui inhérent à toute valeur en portefeuille susceptible de subir une moins-value. Voilà pourquoi les rentiers avisés achètent de préférence des valeurs négociables à terme, et vendent chaque mois des primes.

La Haute Banque et les Etablissements de Crédit tirent de ces opérations une excellente source de revenus (2).

(1) Hamburger, *op. c.*, p. 115.

(2) Id., *ibid.*, p. 120.

CHAPITRE II

OPÉRATIONS A PRIMES DIRIGÉES A LA BAISSSE

L'opération inverse de celle décrite ci-dessus, et dirigée à la baisse, est la *vente ferme c/ achat à prime en quantité égale* ou *inférieure* (risque limité, bénéfice illimité.)

Vente ferme C/ $\left\{ \begin{array}{l} \text{A. à prime en quantité inférieure} \\ \text{A. à prime en quantité égale.} \end{array} \right.$

Elle comporte pour le spéculateur désireux de jouer à la baisse, les mêmes possibilités de gain ou de perte que l'achat à prime offre au haussier. Elle laisse la possibilité de bénéfices que les circonstances peuvent rendre considérables et ne comporte qu'une perte maximum, égale à l'écart entre la vente ferme et l'achat à prime.

Cette opération complexe donne les mêmes résultats que le *Put* ou la *Ruckpramie* (1) qui sont des primes pour recevoir.

Toute la baisse est acquise au vendeur ferme contre prime grâce à la faculté que celui-ci a d'abandonner la prime achetée.

A) Vente ferme c/ achat à prime en quantité égale.

Say cote ferme 2000, f. c. 2050/40 (2010) Pied de la prime

V ¹ Say ferme 2000,	A ¹ 2050/40	1920	+ 40
		1960	V - 0

<i>Hausse.</i> — La prime est levée au-dessus	2000	— 40
de 2010. L'achat conditionnel à 2050 ba-	2010	A. — 50
lance la Vente ferme à 2000: Perte — 50.	2050	— 50

Baisse. — La prime est abandonnée et vient diminuer le prix de vente du ferme : V. 2000 — 40 = V. 1960. — Au-dessous de ce cours seulement, l'opération donnera un bénéfice

En effet, la réponse se fait sur le cours 1920 (fig. 9).

(1) Options anglaise et allemande

La vente à 2000 est balancée par un rachat ferme à 1920 :
Bénéfice + 80 francs dont il faut déduire la prime abandonnée
+ 80 - 40 = + 40 francs.

— Réponse à 1980 : Rachat à ce cours : V. 2000, - A. 1980,
Bénéfice + 20, moins la prime abandonnée - 40 = - 20 fr.

Echelle : V. 1960, - A. 2010. Zone de bénéfice : 1960 et
au-dessous.

Zone de perte : 1960 et au-
dessus.

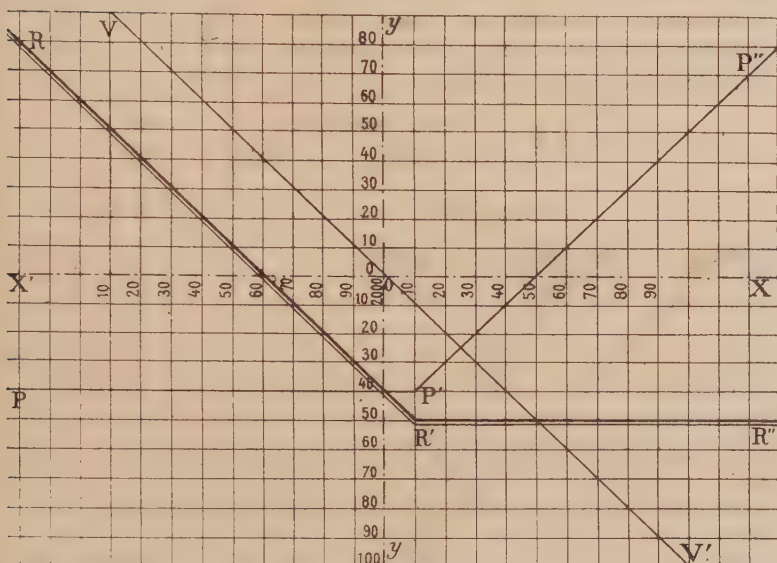


FIGURE 9.

B) Vente ferme c/ achat à prime en quantité inférieure.
V² 50 Say, 2000, - A¹ 25 Say 2050/40 (2010) Pied de la prime

Hausse. — V¹ de 25 Say à 2000, balance A¹ 25 Say à 2050,
Perte - 50 francs. Mais le spéculateur est ici vendeur à
découvert sur une vente de 25 titres, dont il peut résulter
une perte illimitée en hausse (fig. 10).

Baisse. — L'achat conditionnel est résilié, les 25 primes sont
abandonnées et diminuent le prix de vente de 50 Say, à raison
de 20 francs par titre: V² 50 Say 2000 - 20 = V² 1980. Cette

opération donnera un gain si la réponse se fait, ou si le spéculateur peut se racheter, à un cours inférieur à 1980.

En effet : Réponse à 1940, V^2 50 Say à 2000 liquidée par A^2 50 Say à 1940.

Bénéfice + 120 francs, dont il faut déduire les primes perdues : $120 - 40 = + 80$ francs.

Si la réponse se fait à un cours inter-	1940	— 80
médiaire entre 1980 et 2010, le spéculateur	1980 V^2	0
perd une somme plus ou moins impor-	2005	— 50
tante, égale d'une part aux primes aban-	2010 A^1	— 60
données, et, d'autre part, à l'écart entre le	2050	— 150
prix de vente et le prix de rachat :	2100	

Ex. : Réponse 2005, { Primes perdues — 40
 V^2 2000, — A^2 2005 — 10

Perte totale — 50 francs

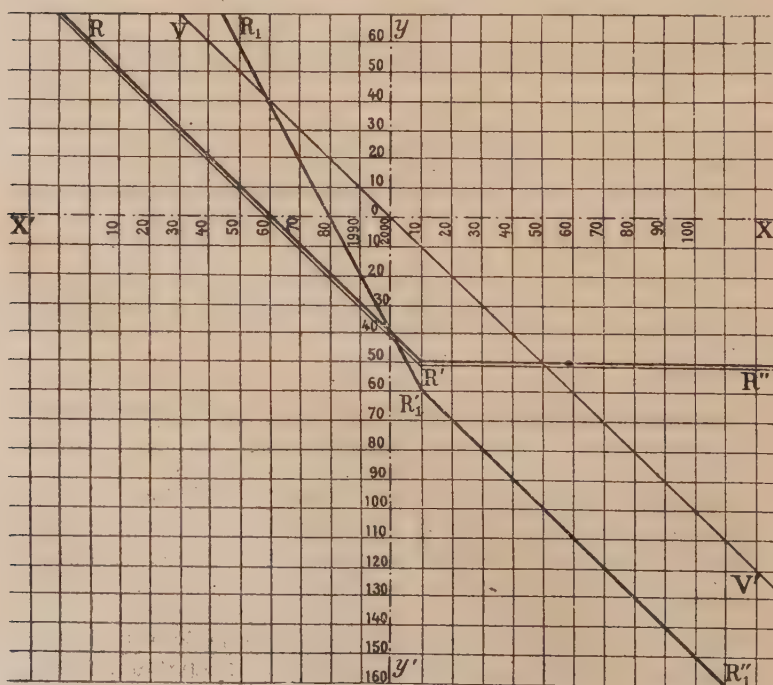


FIGURE 10.

Cette dernière opération se distingue de la première parce que, à la baisse, le bénéfice résultant de la vente de 50 titres est plus important, tandis que la perte résultant de l'abandon des primes est la même, mais à la hausse, le risque de perte est plus grand, en raison d'une vente ferme à découvert.

La vente ferme c/ prime est une « arme offensive superbe entre les mains des baissiers. Le fait de limiter ses risques donne du sang-froid et de l'audace au spéculateur (1). » Sachant toujours où il en est, il peut dans un courant de baisse bien déterminé obtenir des résultats imprévus, « écraser les cours », et cela d'autant plus facilement que les écarts des primes se détendant à mesure que la baisse s'accroît ; il limite ainsi ses risques de perte.

Reprenons les exemples précités :

V. Say, 2000, A¹ 2050/40

Echelle V. ... 1960, A¹ 2010 Perte — 50 francs.

Les cours baissent, le spéculateur achète à 1950 ; les cours remontent, et la réponse se fait à 2040, les primes sont levées :

A. 1950, V. 2000 — Bénéfice + 50

A. 2050, V. 2040 — Perte — 10

Bénéfice total + 40 francs.

La position du spéculateur vendeur ferme c/ prime est tout à fait favorable en baisse. — En achetant ferme : il gagne la différence entre le cours d'achat et la vente ferme moins le montant des primes abandonnées si la réponse se fait en baisse, et s'il se produit dans la suite une réaction en hausse, il peut réaliser un bénéfice illimité sur son achat conditionnel.

C) Marchés prime c/ ferme. — Influence des facteurs : quotités, échéances, quantités des primes achetées.

Les opérations : Prime c/ ferme sont soumises à des lois économiques semblables à celles qui trouvent leur application dans les marchés : Ferme c/ Prime, ou Vente ferme c/ Achat à Prime.

(1) Milles (R.), *op. c.*, p. 312.

a) Quand la quotité des primes achetées croît, le bénéfice en baisse diminue, en raison des primes abandonnées qui viennent en déduction du ferme vendu ; inversement, la perte éventuelle représentée par l'écart diminue, puisque celui-ci se détend, à mesure que la prime augmente d'importance ;

b) Quand l'échéance s'éloigne, l'écart augmente et, en conséquence, la perte possible en hausse ; tandis qu'en baisse, des primes toujours égales viennent en déduction du bénéfice réalisé ;

c) Quand la quantité des primes achetées augmente, le bénéfice possible en baisse est diminué d'autant, en raison des primes perdues ; mais, en hausse, le bénéfice éventuel augmente en raison du plus grand nombre de primes achetées.

1^o Achat de Primes plus petites.

	Bénéfice en baisse au-dessous des cours	Perte possible en hausse
V ¹ 600, A ¹ 610/40 f. c.	560	— 10
V ¹ 560, A ¹ 570		
V ¹ 600, A ¹ 630/20	580	— 30
V ¹ 580, A ¹ 610		
V ¹ 600, A ¹ 655/10	590	— 55
V ¹ 590, A ¹ 645		
V ¹ 600, A ¹ 680/5	595	— 80
V ¹ 595, A ¹ 675		

2^o Achat à une échéance plus éloignée.

	Bénéfice en baisse au-dessous des cours	Perte possible en hausse
Echelle V ¹ 600, A ¹ 15 c. 618/20	580	— 18
— V ¹ 580, A ¹ 15 c. 598		
Echelle V ¹ 600, A ¹ f. c. 640/20	580	— 40
— V ¹ 580, A ¹ f. c. 620		
Echelle V ¹ 600, A ¹ 15 p. 665/20	580	— 65
— V ¹ 580, A ¹ 15 p. 645		
Echelle V ¹ 600, A ¹ f. p. 695/20	580	— 95
— V ¹ 580, A ¹ f. p. 675		

3° Achat de primes en plus grande quantité.

			Bénéfice en baisse au-dessous des cours	Perte possible en hausse
Echelle	V ² 50, 600, A ¹ 25,	630/20	590	Illimitée
—	V ² 590, A ¹	610		
Echelle	V ² 50, 600, A ² 50,	630/20	580	— 60
—	V ² 580, A ²	610		
Echelle	V ² 50, 600, A ⁴ 100,	630/20	560	— 100
—	V ² 560, A ⁴	610		

Nous étudierons plus loin l'influence des 3 facteurs ci-dessus sur la vente ferme contre achat de primes en quantité supérieure.

Le spéculateur, dans l'opération prime c/ ferme, possède tous les moyens de déplacer, comme dans l'achat ferme c/ prime, la zone de perte possible, dans les limites où il prévoit que la réponse se fera.

Si la tendance est à la baisse, il achètera des primes *plus petites*, en *plus petite quantité*, ou à une *échéance plus éloignée*; s'il craint la hausse, il achètera de *grosses primes*, en *plus grand nombre*, et à une *échéance plus rapprochée*; escomptant une réaction sur une valeur qui vient de bénéficier d'une forte hausse, il peut faire les opérations suivantes :

			Limite perte en baisse	Perte possible en hausse
Echelle	V ¹ 25, 700, A ¹ 25, f. p.	750/10	690	— 50
—	V ¹ 690, A ¹	740		
ou bien:				
Echelle	V ² 50, 700, A ¹ 25,	750/10	695	Illimitée
—	V ² 695, A ¹	740		

CHAPITRE III

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE SUR MAINTIEN DES COURS

1) **Achat ferme c/vente à prime en quantité supérieure.**

— Cette opération est à risque illimité, en hausse en raison des primes vendues à découvert, en baisse en raison de l'achat ferme.

Ex. : A¹ 25 Say, 2000, — V² 50, Say 2050/40 (2010) Pied de la prime.

Hausse : Primes levées.

A¹ 25 Say à 2000 liquide V¹ 25 Say à 2050, Bénéfice + 50 fr.

Au-dessus de 2050, le spéculateur subit une perte illimitée, du fait de sa vente conditionnelle, transformée en ferme et non couverte ; le bénéfice de 50 francs déjà réalisé compense cette perte jusqu'au cours : $2050 + 50 = 2100$ francs.

On dit que le bénéfice de l'opération : achat ferme c/ vente du double à prime s'étend en hausse sur une zone égale à deux écarts.

Baisse. — Les primes abandonnées diminuent le prix d'achat du ferme jusqu'à concurrence de 80 francs par titre :

A 25 Say, 2000, + 80 = A. 1920.	1900	— 20
Au-dessous de ce cours, la perte sur	1920	A 0
le ferme est illimitée en baisse.	1950	+ 30
	2000	+ 80
Echelle : A ¹ 25 Say 1920, V ² 50 Say 2010,	2010	V ² + 90
Bénéfice + 90 francs.	2050	+ 50
	2100	0

L'opération : achat ferme c/ la vente du double à prime /40, écart 50 francs, comporte une zone bénéficiaire au-dessous

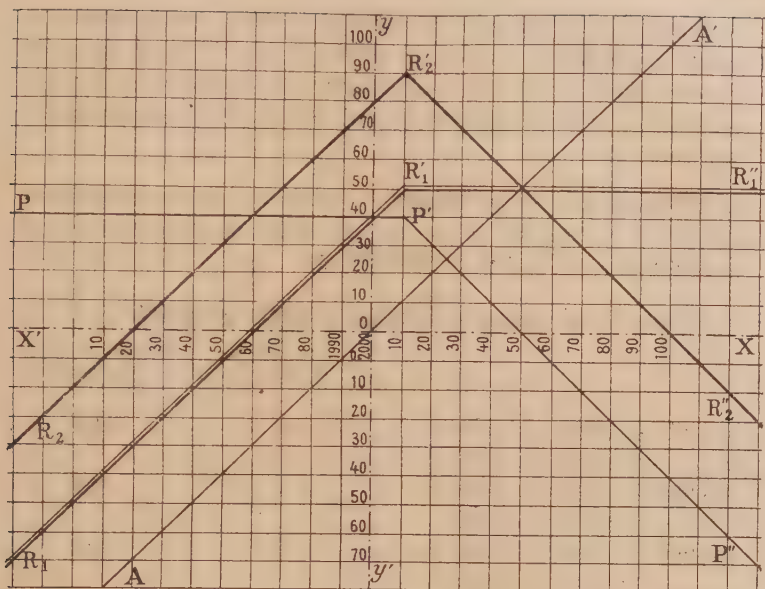


FIGURE 11.

de l'achat ferme, égale à 2 primes : ou 80 francs, et, au-dessus, égale à 2 écarts : ou 100 francs ; total : 180 francs.

Le spéculateur est assuré d'un bénéfice plus ou moins grand si les variations de cours ne dépassent pas 80 francs en baisse et 100 francs en hausse.

Cette opération devenue classique en Bourse est celle qui a le plus de chance de donner un bénéfice ; en effet, dans l'exemple précédent, le spéculateur s'est assuré une zone de gain comprise entre 1920 et 2100, ou 180 francs, ce qui représente beaucoup plus que l'écart probable de la valeur pendant un mois.

2^o Achat ferme c/ vente à prime en quantité supérieure. — Influence des trois facteurs : quotité de la prime, échéance, quantités vendues.

La zone bénéficiaire comprise de part et d'autre du cours du ferme que comporte l'opération : achat ferme c/ vente à prime en quantité supérieure peut être, elle aussi, déplacée par rapport au cours du ferme, plutôt vers la hausse que vers la baisse et réciproquement.

Dans l'achat ferme c/ la vente du double à prime, quand la prime est égale à l'écart, la zone de boni s'étend en deux parties égales au-dessus et au-dessous du ferme : c'est l'opération faite par le spéculateur qui est indécis sur le sens probable des cours.

A) **Tendance à la baisse.** — Pour déplacer au-dessous du ferme une partie de la zone de boni, et augmenter ainsi la couverture *en baisse*, le spéculateur :

1° **Vend des primes en plus grande quantité.**

	Limite bénéfice en baisse	Limite bénéfice en hausse
Echelle A ¹ 600, V ² 630/50	500	660
— A ¹ 500, V ² 580		
Echelle A ¹ 600, V ² 630/50	450	645
— A ¹ 450, V ² 580		
Echelle A ¹ 600, V ² 630/50	400	640
— A ¹ 400, V ² 580		

2° **Vend des primes plus grosses.**

	Limite bénéfice en baisse	Limite bénéfice en hausse
Echelle A ¹ 600, V ² f. p. 650/10	580	700
— A ¹ 580, V ² 640		
Echelle A ¹ 600, V ² f. p. 630/20	560	660
— A ¹ 560, V ² 610		
Echelle A ¹ 600, V ² f. p. 615/40	520	630
— A ¹ 520, V ² 575		

3° **Vend des primes à une échéance plus rapprochée.**

	Limite bénéfice en baisse	Limite bénéfice en hausse
Echelle A ¹ 600, V ² f. c. 630/20	560	660
— A ¹ 560, V ² 610		
Echelle A ¹ 600, V ² f. p. 630/10	580	660
— A ¹ 580, V ² 620		

B) **Tendance à la hausse.** — Pour déplacer la zone de boni *en hausse*, le spéculateur :

1° Vend des primes en aussi petite quantité que possible :

A¹ 600, V² 630/20 : Limite bénéfice en baisse : 560

A. 560, V. 610 Limite bénéfice en hausse : 660

2° Vend des primes aussi petites que possible.

	Limite bénéfice en baisse	Limite bénéfice en hausse
Echelle A. 600, V ² 650/10	580	700
— A. 580, V ² 640		
Echelle A. 600, V ² 665/5	590	730
— A. 590, V ² 660		

3° A une échéance aussi éloignée que possible.

	Limite bénéfice en baisse	Limite bénéfice en hausse
Echelle A. 600, 15 f. p. V ² 650/20	560	700
— A. 560, V ² 630		
Echelle A. 600, f. p. V ² 670/10	580	740
— A. 580, V ² 660		

L'intérêt du spéculateur est évidemment de faire une opération avec un écart aussi grand que possible, de telle sorte que les fluctuations de la valeur ne puissent dépasser la zone bénéficiaire.

CHAPITRE IV

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE A LA SUITE DE GROS MOUVEMENTS DE COURS A LA HAUSSE OU A LA BAISSSE, DITES « A CHEVAL ».

1^o Vente ferme c/ Achat à prime en quantité supérieure.

Cette opération est à risque limité, et à bénéfice illimité : elle est exactement la contre-partie de la précédente, puisqu'elle gagne aux mêmes points où l'autre perd et réciproquement. En bénéfice après une hausse, ou une baisse sensible, elle perd si les cours se maintiennent stables.

Ex. : V¹ 25 Say, 2000, A² 50 Say 2050/20 (2030) Pied de la prime (fig. 12).

Hausse. — Primes levées.

V¹ Say, 25 à 2000, liquide A¹ 25 Say à 2050, Perte — 40 francs.

Au-dessus de ce cours, le spéculateur devient acheteur ferme de 25 Say non liquidés, et réalise un bénéfice illimité en hausse, qui aura compensé la perte subie de 50 francs, au cours de 2100 francs.

Baisse. — Les 50 primes achetées 2050/30 sont abandonnées et diminuent le prix de la vente ferme à raison de 40 francs par titre.

$$V. 25 \text{ Say } 2000 - 40 = V. 1960 \text{ francs.}$$

Au-dessous de ce cours, le bénéfice résultant de la vente ferme est illimité :	1920		+ 40
	1960	V ¹	0
	2030	A ²	— 70
Echelle : V ¹ 25 Say 1960, — A ² 50 Say 2030	2050		— 50
	2100		0

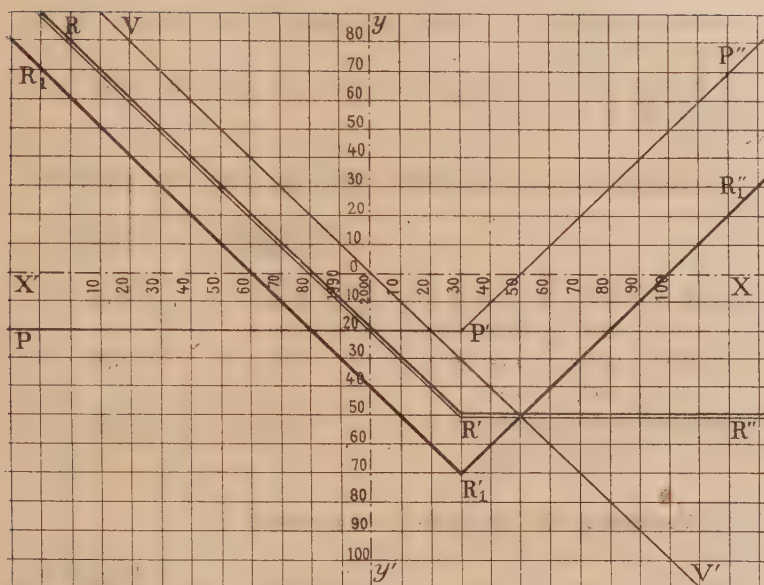


FIGURE 12.

La vente ferme $c/$ achat du double à prime $/20$: Ecart 50, comporte une zone de perte en hausse, au-dessus du ferme, égale à deux écarts ou 100 francs, en baisse, au-dessous du ferme, égale à 2 primes, ou 40 francs. Le spéculateur subira une perte plus ou moins grande, si les cours varient dans les limites de cette zone, mais réalisera un bénéfice si les fluctuations des cours à la baisse dépassent 40 francs et, à la hausse, 100 francs.

Cette opération ne réussit qu'exceptionnellement, car les gros mouvements sur une valeur sont rares ; il est vrai que le spéculateur choisissant un moment opportun où les écarts sont détendus pour faire cette opération, limite sa perte en hausse.

2° Vente ferme $c/$ prime en quantité supérieure. — Influence des trois facteurs : quotité de la prime, échéance, quantités achetées.

Le vendeur ferme $c/$ prime, en quantité supérieure, a la possibilité, comme l'acheteur ferme $c/$ prime, de modifier

sa zone de perte, de la déplacer, dans le sens inverse de la tendance des cours.

S'il prévoit la hausse, il déplacera la zone de perte au-dessous du ferme, soit en :

1° Achetant une quantité plus grande de primes.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ² 630/20 f. c.	660	560
— V. 560, A ² 610		
Echelle V. 600, A ³ 630/20 f. c.	645	540
— V. 540, A ³ 610		
Echelle V. 600, A ⁴ 630/20 f. c.	640	520
— V. 520, A ⁴ 610		

2° Achetant des primes plus grosses.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ² 615/40 f. c.	630	520
— V. 520, A ² 575		
Echelle V. 600, A ² 610/50 f. c.	620	500
— V. 500, A ² 560		

3° Achetant des primes à une échéance plus rapprochée.

— Sucreries 600, 15 c. 630/20, f. c. 650/20, 15 p. 675/20, f. p. 695/20.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ² 675/20 15 p.	750	560
— V. 560, A ² 655		
Echelle V. 600, A ² 650/20 f. c.	700	560
— V. 560, A ² 630		
Echelle V. 600, A ² 630/20 15 c.	660	560
— V. 560, A ² 610		

Si la tendance est à la baisse au contraire, le spéculateur déplacera au-dessus du ferme sa zone de perte, pour être plus tôt en bénéfice en baisse, soit en :

1^o Achetant des primes en aussi petites quantités que possible : Ex. : le double.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ⁴ 630/20	640	520
— V. 520, A ⁴ 610		
Echelle V. 600, A ² 330/20	660	560
— V. 560, A ² 610		

2^o Achetant des primes aussi petites que possible.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ² 650/10	700	580
— V. 580, A ² 640		
Echelle V. 600, A ² 665/5	730	590
— V. 590, A ² 660		

3^o Achetant à une échéance aussi éloignée que possible.

Ex. : Sucreries 600, 15 c. 630/20, f. c. 650/20, 15 p. 670/20, f. p. 695/20.

	Limite perte en hausse	Limite perte en baisse
Echelle V. 600, A ² 650/20 f. c.	700	560
— V. 560, A ² 630		
Echelle V. 600, A ² 695/20 f. p.	790	560
— V. 560, A ² 675		

Telles sont les influences exercées par les facteurs : *quotités des primes, quantités de primes vendues, échéance*, mais il sera encore possible au spéculateur de les combiner entre eux, de manière à obtenir la position, qui correspond le plus exactement aux mouvements prévus et possibles de la valeur

SECTION II

Opérations primes c/ primes.

Nous avons vu jusqu'ici les opérations qui comportaient un achat ferme ou une vente ferme c/ prime ; il est possible également de combiner des primes entre elles, soit en achetant de grosses primes et en en vendant de petites, ou réciproquement, en vendant de grosses primes et en en achetant de petites (1).

La technique de ces opérations à primes c/ primes repose sur ce fait, que nous avons démontré plus haut, que les grosses primes se traitent à un cours moins élevé que les petites, et, qu'entre les deux cours, il y a *un écart* dont l'importance augmente à mesure que la différence entre les quotités des primes croît, et, inversement, diminue quand celle-ci décroît.

Ex. : Say cote 2000, 2050/40, 2065/20, 2090/10.

Ecart entre le cours de la prime /40 et /20..... = 15 fr

Ecart entre le cours de la prime /40 et /10..... = 40 fr.

Le risque maximum équivaut au montant des primes achetées, à la condition que la revente ne soit pas faite à un prix inférieur à la limite de ces dernières. Quant au bénéfice, il réside, ou bien dans l'écart, si toutes les primes sont levées, ou bien, en cas d'abandon, dans la différence entre les deux sortes de primes, si l'opérateur a pu revendre une prime plus « lourde » que celle achetée.

(1) Les mots grosses et petites primes sont des termes de comparaison, indiquant dans un marché où figurent plusieurs opérations à primes, leur importance relative : /40 est une grosse prime par rapport à /20, qui elle-même est une grosse prime par rapport à /10... etc.

MODES DE CLASSEMENTS

Ces opérations peuvent être l'objet de trois classements :

A) PREMIER CLASSEMENT : Analytique.

Achat à prime contre :	V^1	{	40
			20
			10
Vente en quantité supérieure,		{	40
— égale, $A^1/20$	V^2		20
— inférieure			10
de primes de toutes catégories	V^3	{	40
			20
			10

B) DEUXIÈME CLASSEMENT : Opérations à risques limités et à risques illimités.

1° Opérations à risques limités.

Achat d'une prime c/ vente d'une prime :

plus grosse	{	en quantité inférieure ou égale.
égale		
plus petite		

Vente d'une prime c/ Achat d'une prime :

plus grosse	{	en quantité égale ou supérieure.
égale		
plus petite		

2° Opérations à risques illimités.

Achat d'une prime c/ vente d'une prime :

plus grosse	{	en quantité supérieure:
égale		
plus petite		

Vente d'une prime c/ achat d'une prime :

plus grosse	{	en quantité inférieure.
égale		
plus petite		

C) TROISIÈME CLASSEMENT :

1° Opérations dirigées à la hausse.

Achat d'une prime c/ vente à prime en quantité infé-

rieure d'une prime plus grosse (à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à celle des primes achetées.)

Achat d'une prime c/ vente à prime en quantité inférieure d'une prime égale.

Achat d'une prime c/ vente à prime en quantité inférieure d'une prime plus petite.

Achat d'une prime c/ vente en quantité égale d'une prime plus petite.

2° Opérations dirigées à la baisse.

Achat d'une prime c/ vente :

En quantité égale, d'une prime plus grosse ;

En quantité supérieure d'une prime plus grosse.

En quantité supérieure d'une prime égale.

3° Opérations en bénéfice sur maintien des cours.

Achat d'une prime c/ vente en quantité supérieure d'une prime plus petite (à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à celle des primes achetées).

4° Opérations en bénéfice sur de grosses variations de cours.

Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse (à condition que la somme des primes vendues soit supérieure à celle des primes achetées.)

CHAPITRE PREMIER

OPÉRATIONS DIRIGÉES A LA HAUSSE

1^o Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus petite (fig. 13 et 14) :

Ex. : Pathécote ferme 600 francs, 620/40, 650/20, 680/10.

A² 50 Pathé 620/40, V¹ 25 Pathé 650/20
Pied des primes (580) (630).

Le spéculateur se considère vendeur ou acheteur ferme au pied des primes ; il fait la somme de celles vendues, et de celles achetées, d'où il résulte pour lui un solde créditeur ou débiteur, si la réponse se fait au-dessous du pied de la prime la plus basse, puisque les primes sont abandonnées.

Primes vendues + 500, — Primes achetées — 2000 = — 1500 ou bien 60 francs par titre.

Echelle : A² 580, — V¹ 630 500

<i>Baisse. — Réponse au-dessous de 580.</i> — Les	580	A ²	— 60
primes sont abandonnées et les marchés	600		— 20
résiliés ; le spéculateur subit une perte	610		0
égale à la différence entre les primes ven-	630	V ¹	+ 40
dues et celles achetées : + 500 — 2000 =	650		+ 60
— 1500 francs.	670		+ 80

Haussé. — Réponse au-dessus de 630. — Les primes sont levées et les marchés maintenus :

A¹ 25 Pathé à 620 liquide V¹ 25 Pathé à 650 : Bénéfice + 30.

Il reste encore un achat de 25 Pathé à 620 qui est liquidé par une vente faite à 630 : Bénéfice + 10. — Gain total : 30 + 10 = 40 francs.

Réponse : 600 francs. — L'achat conditionnel à 620 est maintenu, et liquidé par une vente à 600 :

A² 620, -V² 600 : Perte - 40 dont il faut déduire le bénéfice réalisé du fait de l'abandon de la prime vendue + 20 - 40 = - 20.

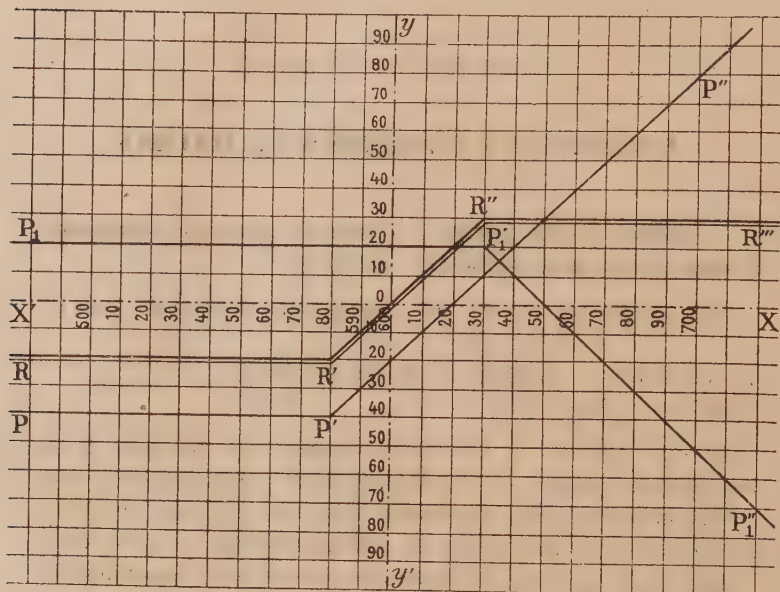


FIGURE 13.

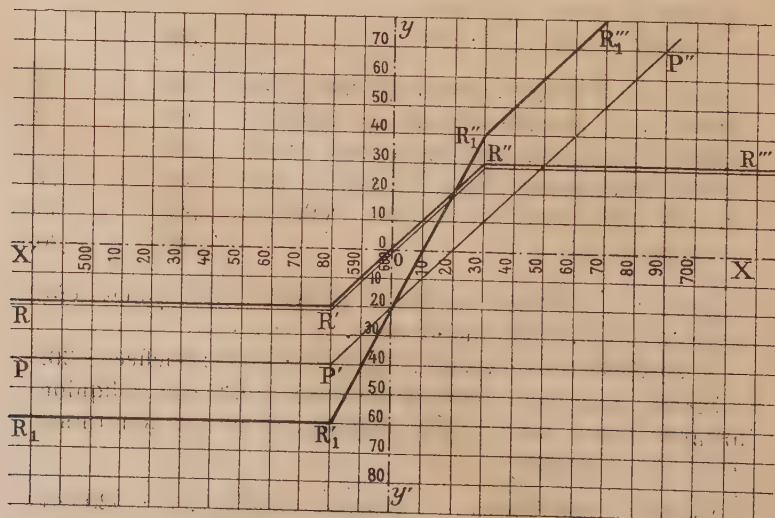


FIGURE 14

L'échelle donne :

- au cours de 580 francs, une perte de 60 francs ;
- au cours de 600 francs, une perte de 20 francs ;
- au cours de 630 francs, un bénéfice de 40 francs ;
- au cours de 650 francs, un bénéfice de 60 francs, etc.

2° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime de quotité égale.

		600	— 20
A ² 50, 630/20, V ¹ 25 630/20		610 A ² V ¹	— 20
A ² 610 V ¹ 610		650	+ 20
		670	+ 40

Au-dessous de 610, les primes sont abandonnées : Perte — 20

Au-dessus : A¹ compense V¹, — reste A¹ et le gain va croissant en hausse ; à 670, le bénéfice est de 40 francs.

Cette opération, qui pourrait être plus utilement remplacée par un achat simple à 630/20, mérite cependant d'être mentionnée, parce que l'échellier la retrouve assez fréquemment dans le développement de l'opération : vente ferme c/ achat simple ou en quantité supérieure à prime, lorsque les cours des primes plus grosses, arrivant à hauteur des petites achetées par lui, il en vend une quantité inférieure ou égale, afin de compenser, en cas d'abandon, par la différence des primes, la perte résultant de son écart.

Ex. : V¹ 600, A², 630/20. Les cours s'élèvent, la prime /40 se traite maintenant à 630 ; il en vend 25 à 630/40.

La démonstration de cette opération ressort de l'échelle des primes, mais il est évident qu'en baisse, le vendeur gagne sur le ferme et que les 25 primes /40 vendues compensent exactement les 50 primes /20 achetées.

3° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse, à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à la somme des primes achetées.

A ² 50 Pathé 650/20,	V ¹ 25 Pathé 630/40
A ² 630	V ¹ 590

Primes vendues : + 1000

Primes achetées : — 1000

Echelle A² 50, à 630 V¹ 25 à 590 (fig. 15).

Baisse. — Réponse au-dessous de 590 francs : les deux opérations sont résiliées, les primes sont abandonnées, celles vendues compensent celles achetées. Résultat : 0.

Hausse. — Réponse au-dessus de 630 francs : les primes sont levées, et les deux opérations devenues fermes sont liquidées l'une par l'autre.

	550	0
	590 V^1	0
V^1 à 590 liquide A^1 à 630, Perte — 40	600	— 10
	630 A^2	— 40
à 630 francs, le spéculateur est acheteur de	650	— 20
25 titres, qui lui donneront en hausse un gain	670	0
croissant :	680	+ 10
	700	+ 30

à 670 francs, le bénéfice réalisé a compensé la perte subie de 40 francs sur la première opération. Résultat : 0.

à 680 francs : gain + 10.

à 700 francs : gain + 50.

Réponse entre 590 et 630. — Ex. : à 600. — La prime vendue est seule levée, celles achetées sont abandonnées.

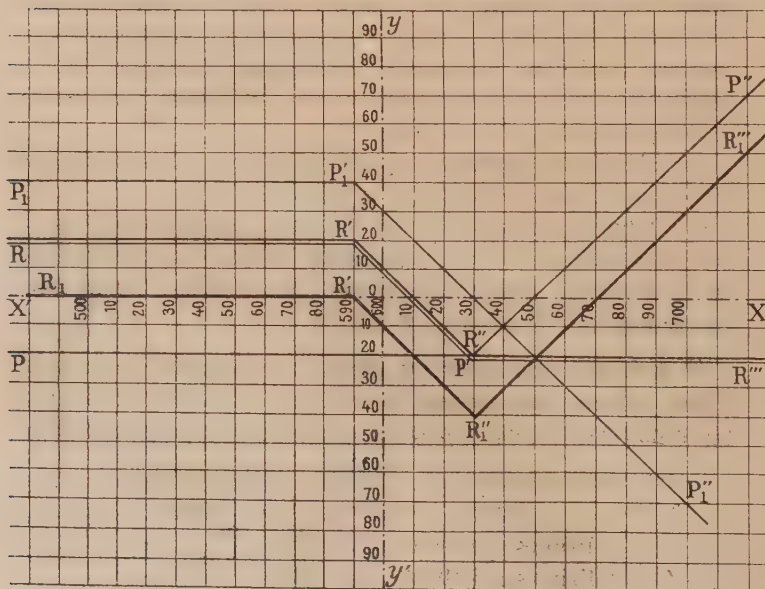


FIGURE 15

Réponse au-dessus de 640. — Les primes sont levées et les deux opérations conditionnelles transformées en ferme. — Le bénéfice est égal à la différence entre l'achat et la vente.

$A^1 630, - V^1 650 = + 20$		610	A	-10
		620		0
		630		+10
		640	V	+20

Réponse entre 610 et 640 à « 620 », la prime achetée est seule levée et l'achat conditionnel est liquidé par une vente ferme à 620 : A. 630, V. 620 : Perte — 10 francs. Mais la prime vendue est abandonnée + 10. Résultat 0.

Le bénéfice maximum de cette opération est réalisé au cours de 640 francs, puisque les primes étant levées, l'achat et la vente conditionnels sont maintenus et se liquident l'un par l'autre. Bénéfice + 20 égal à la différence entre les deux cours.

CHAPITRE II

OPÉRATIONS DIRIGÉES A LA BAISSSE

1° Achat à prime c/ vente en quantité égale d'une prime plus grosse (fig. 17).

A¹ 25 Pathé 650/20, V¹ 25 Pathé 630/40.

A^1	630	V^1	590
-------	-----	-------	-----

Réponse 630 et au-dessus. — Les primes sont levées :

A¹ à 650 liquide V¹ à 630 : Perte — 20 francs.

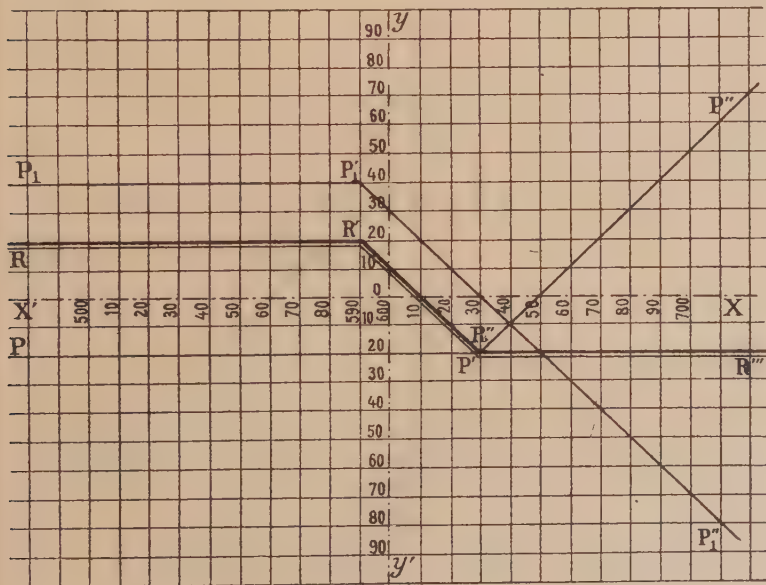


FIGURE 17.

Mais la position du spéculateur comporte un découvert de 25 titres vendus, dont il peut résulter en hausse une perte illimitée.

Réponse au-dessous de 590. — Les primes sont abandonnées et les marchés résiliés. — Gain égal à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées :

soit : — 20 + 80 = + 60 francs. 550 + 60
590 V² + 60

Réponse entre 590 et 630 à « 610 ». — Les primes vendues sont seules levées et la vente conditionnelle de 50 Pathé, devenue ferme, est liquidée par un achat ferme à 610 :

610 + 20
620 0
630 A¹ — 20
650 — 60

A² 610, V² 630 : Bénéfice + 40 dont il faut déduire la prime achetée et abandonnée : + 40 — 20 = + 20 francs.

3^o Achat à prime c/ vente en quantité supérieure d'une prime égale.

A¹ 25 Pathé 650/20, V² 50 Pathé 650/20
A¹ 630 V² 630

Réponse au-dessus de 630. — Les primes sont levées.

A¹ 630 liquide V¹ 630 : résultat 0. 620 + 20
630 A² V² + 20

Mais en hausse, le spéculateur est à découvert sur 25 titres. 650 0
670 — 20
700 — 50

Réponse au-dessous de 630. — Les primes sont abandonnées, les opérations résiliées : Gain égal à la différence des sommes des primes vendues et achetées : 40 — 20 = + 20 fr.

Il n'est pas inutile de parler de cette opération, qui à première vue semble pouvoir être remplacée par une vente simple à prime à 630/20, car elle est souvent la résultante de plusieurs autres opérations combinées, dans l'échelle à prime.

Ex. : Le spéculateur qui a fait une vente ferme et un achat en même temps à prime, vend dans le courant du mois une quantité égale de primes à celle achetée, de la même importance, ou plus grosses, au même cours, ou à un cours supérieur,

afin d'annihiler la perte résultant du premier achat à prime, ou même d'accroître son bénéfice en baisse.

1^{er} décembre : V¹ 25 Pathé 600 ferme, A¹ 650/20 f. c.

20 déc. : le Pathé est lourd et cote 590 et 630/20.

25 déc. : Une réaction se produit à la hausse, les écarts se tendent à nouveau, on cote 595, 650/20, le spéculateur vend 50 Pathé à 650/20; il est vrai que cette vente n'est plus couverte en hausse, mais, dès le 25 décembre, il y a tout lieu d'espérer que la réponse ne se fera pas à 650; il préfère donc compenser la perte résultant de l'achat d'une prime, en vendant au même cours une prime d'importance égale.

CHAPITRE III

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE SUR MAINTIEN DES COURS

Achat de primes c/ vente en quantité inférieure de primes plus petites, à condition que la somme des primes vendues soit inférieure ou tout au moins égale à celle des primes achetées (fig. 19).

A ¹ 25 Pathé 630/40, V ² 50 Pathé 670/10	560	— 20
A ¹ 590 — V ² 660	590	A ¹ — 20
	610	0

Réponse au-dessus de 660 francs. — Les primes sont levées, la vente conditionnelle devient ferme : 630 + 20
660 V² + 50
680 + 30

A¹ à 630 liquide V¹ à 670, Bénéfice + 40, 710 0
mais il reste une vente à découvert à 670 dont il peut résulter en hausse une perte illimitée ; à 710 la perte subie a compensé le bénéfice réalisé : le résultat de l'opération est nul.

Réponse au-dessous de 590 francs. — Les primes sont abandonnées, la perte est égale à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées : $-40 + 20 = -20$ fr.

Réponse entre 590 et 660 à « 630 ». — La prime achetée est levée, l'achat conditionnel devenu ferme est liquidé par une vente ferme à 630 : A¹ 25 à 630, V¹ 25 à 630 = 0.

La vente est résiliée du fait de l'abandon des primes au profit du spéculateur : V² 50 Pathé 670/10. Bénéfice + 20 francs.

Cette opération donne un bénéfice maximum au cours de 660, c'est-à-dire au pied des primes vendues, parce que celles-ci sont abandonnées + 20 et que l'achat conditionnel maintenu est liquidé à ce cours :

A. 630/40, V. 660 = Bénéfice + 30 francs. Bénéfice total + 50 francs.

La zone bénéficiaire de cette opération s'étend donc entre les cours 610 et 710

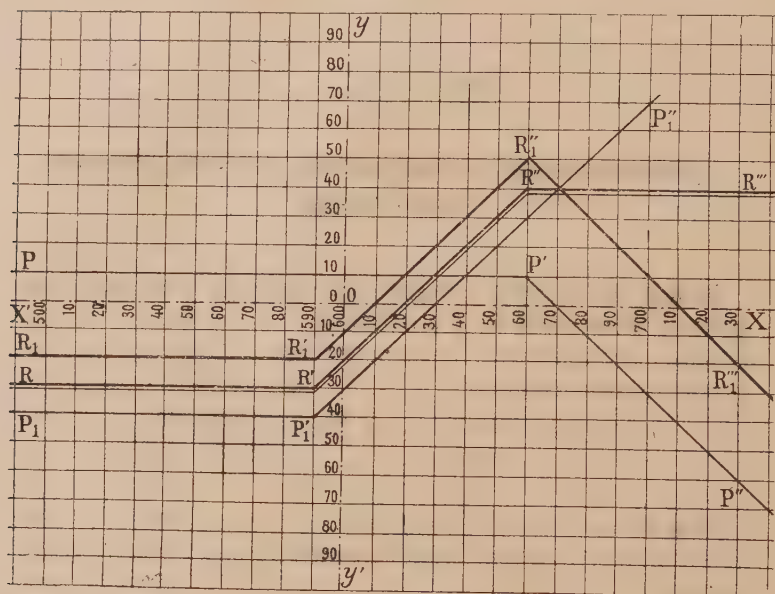


FIGURE 19

CHAPITRE IV

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE RÉSULTANT DE GROS MOUVEMENTS DE COURS

Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse, à condition que la somme des primes vendues soit supérieure à la somme de celles achetées.

A² 50 Pathé 650/10, V¹ 25 Pathé 620/40
A² 640 V¹ 580

<i>Réponse 640 et au-dessus.</i> — Les primes	550			
sont levées, les deux opérations sont main-	580	V ¹	+20	
tenues :	600		0	
	610		-10	
A ¹ à 650 liquide V ¹ à 620, Perte — 30 fr.	640	A ²	-40	
Mais, au-dessus, le bénéfice peut devenir	650		-30	
illimité en raison d'un achat de 25 titres	660		-20	
non liquidé. — Au cours de 680, le bénéfice	680		0	
réalisé a compensé la perte subie ; au-dessus	700		+20	
le bénéfice va croissant, à 700 : Bénéfice + 20.				

Réponse à 580 et au-dessous. — Les primes sont abandonnées. Gain égal à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées + 40 - 20 = + 20 francs.

Réponse entre 580 et 640 à « 610 ». — La prime vendue est levée, la vente conditionnelle est liquidée par un achat ferme au cours de 610 francs.

V¹ 25 Pathé 620/40, A¹ 25 Pathé 610, Bénéfice + 10, dont il faut déduire les primes achetées et abandonnées : + 10 - 20 = Perte - 10 francs.

Au cours de 640, le spéculateur subit une perte maximum égale à 40 francs, en raison des primes achetées abandonnées - 20 francs et du rachat ferme à 640, qui liquide la vente à 620 = Perte - 20 francs. Perte totale = - 40 francs.

La zone de perte s'étend ici entre les cours 600 et 680; au-dessous de 600, le bénéfice constant est de 20 francs; au-dessus de 680 francs, le bénéfice va croissant et peut devenir illimité.

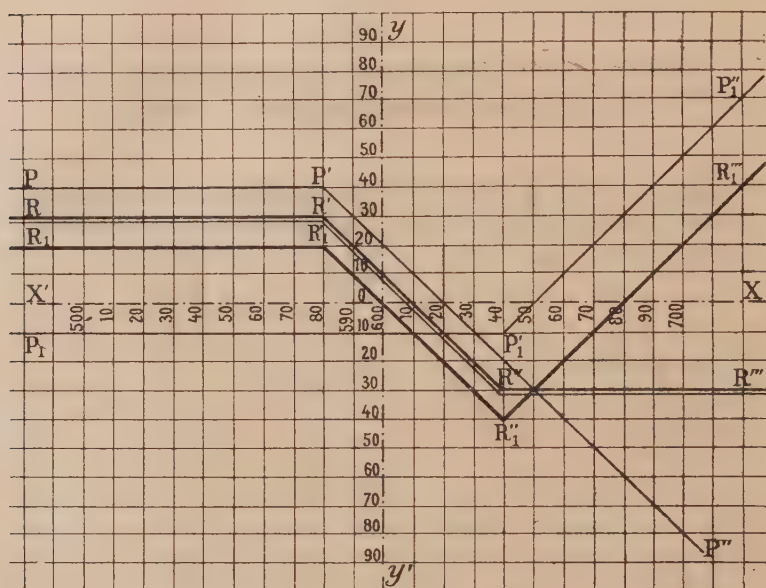


FIGURE 20.

Les opérations à primes *c/* primes comportent à la baisse une perte ou un bénéfice, qui ne peut être jamais plus grand que la différence entre les quotités des primes abandonnées, et, à la hausse, une perte ou un bénéfice limité à l'écart entre les deux cours, quand les quantités vendues égalent les quantités achetées, mais quelquefois illimité en raison d'un achat ou d'une vente à découvert.

Les trois facteurs dont nous avons étudié l'influence dans les *marchés ferme c/ prime*, et *prime c/ ferme*, et grâce à la combinaison desquels le spéculateur se crée une position rigoureusement conforme aux fluctuations prévues et possibles de la valeur, interviennent de la même façon dans les *marchés à primes c/ primes*.

CHAPITRE V

OPÉRATIONS PRIMES CONTRE PRIMES

Influence des trois facteurs : quotité, échéance, quantités vendues ou achetées.

Premier groupe. — Achat de grosses primes c/ vente de petites primes à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à la somme de celles achetées.

Le bénéfice du spéculateur dans ces opérations dirigées à la hausse réside dans l'écart et éventuellement dans un achat non couvert par une vente à prime, d'où les trois règles suivantes :

a) *Quand la quotité de la prime vendue décroît, l'écart en hausse se tend, et le bénéfice possible augmente, mais en baisse, la perte résultant de la différence entre les primes vendues et celles achetées augmente ;*

b) *Quand l'échéance s'éloigne, l'écart se tend, en conséquence le bénéfice possible en hausse augmente, tandis qu'en baisse, la différence entre les primes vendues et achetées restant la même, la perte est constante ;*

c) *Quand la quantité des primes vendues décroît, le risque de perte en hausse, résultant du découvert des ventes, diminue, mais inversement, en baisse, le nombre des primes vendues portées en compensation des primes achetées diminuant, la perte augmente.*

Les opérations ici exposées sont supposées faites à la même échéance.

1^o Vente de primes de quotité plus petite.

Ferme 600, 620/50 ; 630/40 ; 650/20 ; 665/10 f. c.

	Bénéfice possible en hausse	Perte possible en baisse
Echelle A. 620/50, V. 630/40	+ 10	— 10
— A. 570 V. 590		
Echelle A. 620/50, V. 650/20	+ 30	— 30
— A. 570 V. 630		
Echelle A. 620/50, V. 665/10	+ 45	— 40
— A. 570 V. 655		

2^o Vente de primes en plus petite quantité.

	Bénéfice possible en hausse	Bénéfice possible en baisse
Echelle A. 630/20, V ¹ 650/10	657	+ 20
— A. 610 V ¹ 640		
Echelle A. 630/20, V ³ 650/10	660	+ 10
— A. 610 V ³ 640		
Echelle A. 630/20, V ² 650/10	670	0
— A. 610 V ² 640		

3^o Vente de primes à une échéance plus lointaineA. 600, 15 c. 615/20, f. c. 630/20, 15 p. 645/20, f. p. 665/20
630/10 650/10 670/10 690/10

	Bénéfice possible en hausse	Perte possible en baisse
Echelle A. 615/20, 15 c. V. 630/10	+ 15	— 10
— A. 595 V. 620		
Echelle A. 630/20 f. c. V. 650/10	+ 20	— 10
— A. 610 V. 640		
Echelle A. 645/20, 15 p. V. 670/10	+ 25	— 10
— A. 625 V. 660		
— A. 665/20 f. p. V. 695/10	+ 30	— 10
— A. 645 V. 685		

Ici apparaît en évidence l'application des principes que nous avons formulés dans le corollaire n^o 3: « *L'écart croît relativement plus vite que ne s'éloigne l'échéance du marché* »

et, réciproquement, diminue moins vite que l'échéance ne se rapproche. »

C'est ce qui explique qu'à l'échéance du 15 c. l'écart entre la prime /20 et /10 est de 15 francs, à f. c. de 20 francs, au 15 p. de 25 francs, à f. p. de 30 francs ; d'où il résulte que le spéculateur augmente son bénéfice en hausse, en opérant à une échéance, plus éloignée, en raison de l'écart plus grand du cours des primes.

2^e Groupe. — Vente de grosses primes contre achat de petites primes ; à condition que la somme des primes achetées ne soit pas supérieure à la somme de celles vendues.

Le bénéfice de ces opérations dirigées à la baisse est égal à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées, lorsque toutes les primes sont abandonnées, et la perte est limitée à l'écart entre le cours de la vente et de l'achat à primes quand elles sont levées.

Les primes achetées servent ici de couverture ou de *prime d'assurance* contre une hausse possible. Le spéculateur pourra, comme plus haut, augmenter ou diminuer son bénéfice en hausse ou en baisse, en déplaçant la zone de perte de son opération par rapport au ferme :

a) *Quand la quotité des primes achetées diminue, l'écart en hausse croît et la perte possible aussi ; mais, en baisse, la différence entre la somme des primes achetées et celle des primes vendues diminuant, le bénéfice possible augmente ;*

b) *Quand les quantités des primes vendues augmentent, le risque de perte en hausse résultant des ventes à découvert augmente ; mais, en baisse, la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées croissant au profit des primes vendues, le bénéfice possible augmente ;*

c) *Quand l'échéance s'éloigne, l'écart en hausse croît, et, en conséquence, la possibilité de perte ; tandis qu'en baisse la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées restant la même, le bénéfice est constant.*

1^o Achat de primes de quotité plus petite.

Le spéculateur en prévision d'une baisse vend des primes

aussi grosses que possible ou achète des primes aussi petites que possible.

Ferme 1800, f. c. 1820/50 ; 1830/40 ; 1860/20 ; 1890/10.

	Bénéfice possible en baisse	Perte possible en hausse
Echelle V. 1820/50, A. 1830/40	+ 10	- 10
— V. 1770 A. 1790		
Echelle V. 1820/50, A. 1860/20	+ 30	- 40
— V. 1770 A. 1840		
Echelle V. 1820/50, A. 1890/10	+ 40	- 70
— V. 1770 A. 1880		

2° Achat de primes en plus grandes quantités.

	Bénéfice possible en baisse	Limite de perte en hausse
Echelle V. 1820/50, A ² 1890/10	+ 30	1960
— V. 1770 A ² 1880		
Echelle V. 1820/50, A ³ 1890/10	+ 20	1925
— V. 1770 A ³ 1880		
Echelle V. 1820/50, A ⁴ 1890/10	+ 10	1913
— V. 1770 A ⁴ 1880		

3° Achat de primes à une échéance plus lointaine.

Ferme 1800, 15 c. 1860/20 f. c. 1890/20
1890/10 1920/10

15 p. 1920/20 f. p. 1960/20
1960/10 2010/10

	Bénéfice possible en baisse	Perte possible en hausse
Echelle V. 1860/20 15 c. A. 1890/10	+ 10	- 30
— V. 1840 A. 1880		
Echelle V. 1890/20 f. c. A. 1920/10	+ 10	- 30
— V. 1870 A. 1910		
Echelle V. 1920/20 15 p. A. 1960/10	+ 10	- 40
— V. 1900 A. 1950		
Echelle V. 1960/20 f. p. A. 2010/10	+ 10	- 50
— V. 1940 2000		

Dans les opérations en bénéfice sur maintien des cours ou celles en bénéfice à la suite de grosses variations à la hausse ou à la baisse (opérations à cheval), le spéculateur, faisant application des principes ci-dessus, déplacera dans le premier cas sa zone de bénéfice, dans le second sa zone de perte, de telle sorte que, conformément aux fluctuations prévues de la valeur, la réponse des primes se fasse sur les cours compris dans la première et en dehors de ceux compris dans la seconde.

3^e Groupe. — Opérations en bénéfice sur maintien des cours.

Nous avons vu que les opérations de ce genre comportent une zone bénéficiaire s'étendant en partie au-dessus et en partie au-dessous du ferme.

Le spéculateur pourra, si la tendance du marché est à la hausse, déplacer cette zone bénéficiaire vers le haut, ou réciproquement vers le bas, si elle est à la baisse. Dans le premier cas en vendant des primes *de quotité plus petite*, en *moins grandes quantités* et à une *échéance plus éloignée*; dans le second cas en opérant en sens inverse.

a) *Déplacement de la zone bénéficiaire vers le haut : tendance du marché à la hausse :*

Sucreries d'Egypte cotent :

Ferme 500,	15 c.	520/40,	f. c.	535/40
		535/20		560/20
		560/10		590/10
		590/5		625/5
	15 p.	560/40,	f. p.	590/40
		590/20		630/20
		625/10		690/10

A¹ 25 Sucreries 520/40, V³ 75 Sucreries 535/20 15 c.
480 505

Zone bénéficiaire entre les cours 460 et 542.

Le spéculateur déplacera vers le haut la zone bénéficiaire de son opération :

1^o En vendant des primes de quotité plus petite :

A¹ 25 Sucreries 520/40, V³ 15 c. 75 sucres 560/10
480 550

Zone bénéficiaire entre les cours 490 et 580.

2° En vendant des primes en plus petite quantité :

A¹ 25 Sucreries 520/40, V² 50 Sucreries 535/20 15 c.
480 515

Zone bénéficiaire entre les cours 480 et 550.

3° En vendant des primes à une échéance plus lointaine :

A¹ 25 Sucreries 590/40, V³ 75 Sucreries 630/20 f. p.
550 610

Zone bénéficiaire entre les cours 530 et 650.

b) *Déplacement de la zone bénéficiaire vers le bas : tendance du marché à la baisse :*

Soit : A¹ 25 Sucreries 590/40 V¹ 25 Sucreries 690/10 15 p.
550 680

Zone bénéficiaire entre 580 et 680.

Le spéculateur augmente en baisse son bénéfice, en déplaçant sa zone bénéficiaire vers le bas en :

1° Vendant des primes de quotité plus importante :

A¹ 25 f. p. 590/40, V¹ 25 f. p. 630/20
550 610

Zone bénéficiaire entre les cours 570 et 610.

2° Vendant des primes en plus grande quantité :

A¹ 25 f. p. 590/40, V¹ 100 f. p. 630/20
550 610

Zone bénéficiaire entre les cours 550 et 643 et au-dessous.

3° Vendant des primes à une échéance plus rapprochée :

A¹ 25 15 c. 520/40, V¹ 25 f. c. 560/10
480 550

Zone bénéficiaire entre les cours 510 et 550 et au-dessus.

4^e Groupe. — Opérations dites « à cheval ».

En sens inverse, dans les opérations dites « à cheval », l'intérêt du spéculateur est de rechercher le *plus petit écart possible*, et de déplacer sa zone de perte initiale, dans le sens opposé à celui vers lequel la tendance du marché est orientée.

Si la tendance est à la hausse, il déplacera sa zone de perte

vers le bas, et, en sens inverse, vers le haut, si elle est à la baisse ; dans le premier cas, en achetant des primes *plus grosses*, en *plus grande quantité* et à *une échéance plus rapprochée*, dans le second cas, en opérant en sens contraire.

a) *Déplacement de la zone de la perte vers le bas : tendance du marché à la hausse :*

Pathé 600, f. c.	620/50	630/40	650/20	675/10	710/5
15. p.	630/50	655/40	690/20	720/10	760/5
f. p.	655/50	695/40	725/20	770/10	

V¹ 25 Pathé 690/20, A³ 75 720/10
670 710

Zone de perte au-dessous de 735.

1^o Vente de primes de quotité plus importante :

V¹ 25 Pathé 15 p. 630/50, A³ 75 720/10
580 710

Zone de perte entre les cours 600 et 765.

2^o Vente de primes en plus grande quantité :

V² 50 Pathé 15 p. 690/20, A³ 75 720/10
670 710

Zone de perte entre les cours 675 et 780.

3^o Vente de primes à une échéance plus rapprochée :

V¹ 25 Pathé f. c. 650/20, A³ 75 675/10
630 665

Zone de perte au-dessous du cours 687.

b) *Déplacement de la zone de perte vers le haut : tendance du marché à la baisse :*

V² 50 Pathé 630/40, A³ 75 675/10
590 665

Zone de perte entre les cours 615 et 720.

1^o Vente de primes de quotité plus faible :

V² 50 Pathé f. c. 650/20, A³ 75 675/10
630 665

Zone de perte entre les cours 635 et 700.

2^o Vente de primes en quantité plus petite :

V ^a 25 Pathé f. c.	630/40, A ^s 75	675/10
	590	665

Zone de perte entre les cours 600 et 697.

3^o Vente de primes à une échéance plus éloignée :

V ^a 25 Pathé f. p.	695/40, A ^s 75	770/10
	655	760

Zone de perte entre les cours 665 et 807.

Nous avons étudié les influences respectives de chacun des trois facteurs : *quotité de la prime, quantités traitées, échéance*, sur le cours des primes et vu comment le spéculateur pouvait déplacer sa zone de perte ou de gain, augmenter en conséquence ses possibilités de gain ou de perte. Mais en combinant ces facteurs entre eux, et dans le même sens, il pourrait augmenter ses possibilités de gain ou de perte dans des proportions illimitées en théorie, mais limitées en fait par l'impossibilité d'opérer sur des primes plus grosses, à une échéance très éloignée et sur des quantités très grandes.

En faisant jouer un, deux ou les trois facteurs concurremment dans le sens de la hausse, le spéculateur augmente ses possibilités de gain dans les proportions de 1, 2 ou 3, étant entendu que les possibilités de perte croissent toujours dans la même proportion, puisque le produit des deux doit être un nombre constant. Nous l'avons vu plus haut.

Influence conjuguée dans chaque groupe de trois et deux facteurs.

1^o **Achat de la grosse prime contre la vente de petites primes.** — Un spéculateur escomptant la hausse sur une valeur prend donc nettement position dans ce sens :

Influence de trois facteurs :

	610/40	
Sucreries Egypte cotent 600,	f. c. 620/20	f. p. 650/20
	650/10	670/10
	665/5	700/5

Il achète 25 Sucreries à 650/20 et

	Vend la plus petite prime	/5	} donc 700/5
	La plus petite quantité	25	
	A l'échéance la plus lointaine f. p.		
A ¹ 650/20, V ¹ 700/5 f.p.	Primes vendues	+ 5	630 A. — 15
630	695	Primes achetées	— 20
		—	645 0
			650 + 5
		— 15	695 V. + 50
Au cours de 695, le bénéfice est : + 50			700

Influence de deux facteurs :

Craignant cependant sur les Sucreries une légère réaction, le spéculateur vendra une prime plus importante et diminuera en conséquence ses possibilités de gain en hausse.

A¹ 25 Sucreries 650/20 et

		Vend une prime plus grosse	/10	} donc 670/10
		La plus petite quantité	25	
		A l'échéance la plus lointaine f. p.		
A ¹ 650/20, V ¹ 670/10 f. p.		Primes vendues	+ 10	
630	660	Primes achetées	— 20	630 A. — 10
			—	640 0
			— 10	660 V. + 20

En baisse le spéculateur est ici couvert jusqu'à 640 francs, mais en hausse, son bénéfice maximum à 660 francs n'est que de 20 francs.

2^o Vente de grosses primes contre achat de petites primes. — La tendance étant à la baisse, le spéculateur qui ne croit pas à une réaction fait l'opération qui lui donnera en baisse le bénéfice maximum et réduit sa couverture en hausse.

Influence de trois facteurs :

Il vend 25 Sucreries d'Egypte 610/40 et

Achète la plus petite prime		/5	} donc 665/5
la plus petite quantité		25	
à l'échéance la plus rapprochée		f. c.	
V. 610/40, A. 665/5 f. c.	Primes vendues	+ 40	560
570	660	Primes achetées	— 5
			600
		+ 35	605 0
Réponse au-dessous de 570 : Bénéfice + 35			660 A. — 55

Influence de deux facteurs :

Craignant cependant une réaction en hausse, ce spéculateur achètera une prime plus grosse, à un cours moins élevé; il diminuera ainsi son bénéfice en baisse.

Achat d'une prime plus grosse	/10			
la plus petite quantité	25			
à l'échéance la plus rapprochée f. c.	550	+	30	
donc 650/10	570	V	+	30
V. 610/40, A. 650/10 Primes vendues	+ 40	590	+	10
570 640 Primes achetées	- 10	600		0
		620	-	20
	+ 30	640	A	- 40

2° Opérations en bénéfice sur maintien des cours ou « à cheval ».

Dans ces opérations où nous trouvons, d'une part, une zone de gain limitée et deux zones de perte illimitées à la hausse et à la baisse et, d'autre part, une zone de perte limitée et deux zones de gain illimitées en hausse et en baisse, le spéculateur combinera les 3 facteurs entre eux pour déplacer la zone de perte ou de gain dans le sens prévu de l'orientation de la valeur.

A) **Opérations en bénéfice sur maintien des cours.** — Déplacement de la zone bénéficiaire vers le haut : tendance du marché très nette à la hausse.

Influence de trois facteurs :

Sucreries : 600, f. c. 620/20 f. p. 650/20
650/10 670/10
665/5 700/5

Il achète 25 Sucreries 650/20 et

vend la plus petite prime

la plus petite quantité

A l'échéance la plus éloignée

A¹ 25, 650/20, V² 50, 700/5

630

695

Primes vendues + 10

Primes achetées - 20

- 10

Zone bénéficiaire entre les cours 640 et 750.

/5	} donc 700/5
50	
f. p.	
630	A. - 10
640	0
650	+ 10
695	V ² + 55
700	+ 50
740	+ 10
750	0

Influence de deux facteurs :

Vente à prime en quantité plus importante :

A¹ 25, 650/20, V¹ 700/5

630	695	630	A ¹	0
Primes vendues	+ 20	695	V ¹	+ 65
Primes achetées	- 20	717		0
0				

Zone bénéficiaire entre les cours 630 et 717.

B) Opérations dites « à cheval ».

Déplacement de la zone de perte vers le haut : tendance du marché à la baisse.

Influence de trois facteurs :

Vente à 650/20.

Achat des plus petites primes /5 }
 En quantité aussi petite que possible /50 } donc 700/5
 A l'échéance la plus éloignée f. p. }

V. 650/20, A² 700/5

630	695	630	V.	+ 10
Primes vendues	+ 20	640		0
Primes achetées	- 10	650		- 10
		695	A ²	- 55
+ 10		740		+ 10

Zone de perte comprise entre 640 et 750 750 0

Influence de deux facteurs :

Achat à prime à une échéance plus rapprochée :

V¹. 620/20, A². 665/5

600	660	600	V.	+ 10
Primes vendues	+ 20	610		0
Primes achetées	- 10	660	A ²	- 50
		710		0
+ 10				

Zone de perte comprise entre 610 et 710.

OPÉRATIONS « LIÉES » (1).

Deux ou plusieurs opérations faites en même temps sur le marché sont dites « liées ». Il importe souvent que les achats et les ventes dans les opérations complexes à primes, puissent

(1) Bozerian, *op. c.*, p. 117.

être conclus en même temps, pour écarter tout risque résultant des variations subites de cours.

En effet, si les deux opérations sont à primes elles se liquident l'une par l'autre; si l'une est ferme, l'autre à prime, la dernière en général sert de couverture à la première.

L'exécution simultanée de l'achat et de la vente permet au spéculateur de mesurer l'importance de ses risques au moment même de la convention. Si, au contraire, il conclut un achat ou une vente ferme en se réservant de les couvrir ultérieurement, il peut sans doute trouver une occasion favorable pour liquider sa première opération, mais aussi subir une perte en raison d'une brusque variation des cours dans un sens défavorable. Voilà pourquoi la pratique a créé les opérations liées, comportant la simultanéité d'exécution, indispensable dans les marchés à primes :

Soit : Pathé qui cote le :

5 déc. 630, f. c.	{ 650/40 665/20 690/10	f. p.	{ 660/40 685/20 710/10
9 déc. 600, f. c.	{ 620/40 640/20 665/10	f. p.	{ 640/40 660/20 685/10
15 déc. 550, f. c.	{ 570/40 595/20 630/10	f. p.	{ 595/40 630/20 660/10

Achat ferme contre vente à primes. — Un premier spéculateur, le 1^{er} décembre, fait une opération liée.

A. 600, V. 640/20 f. c. Zone de bénéfice entre les cours 600 et 640 : Bénéfice + 40 francs.

Un autre spéculateur achète, le 1^{er} décembre, Pathé 600 ferme et attend le 5 décembre pour effectuer sa vente à prime. Supposons les cours en hausse, le ferme cote 630 et la prime /20 f. c. 665 :

A. 600, V. 665/20 (645). Zone de bénéfice entre les cours 600 et 665. Bénéfice + 65 francs.

Un troisième a acheté ferme, le 1^{er} décembre Pathé, 600 et attend le 15 pour se couvrir.

Le 15 décembre, les cours sont en baisse, le ferme cote 550 et le /20 f. c. 595 :

A. 600, V. 595/20 (575). Perte — 5 francs.

SIXIÈME PARTIE

L'ART DE DÉFENDRE ET DE LIQUIDER LES OPÉRATIONS A PRIMES

DES INFLUENCES AUTRES QUE LA LOI DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE QUI RÉGISSENT LES COURS DES PRIMES.

Les marchés à primes obéissent à la loi de l'offre et de la demande comme les marchés fermes, c'est-à-dire que le cours des primes s'élève, à mesure que les demandes augmentent, la tendance à la hausse se dessine plus nettement réciproquement, en période de baisse, les primes sont offertes, les écarts se détendent et les cours des primes baissent.

Mais si les variations du cours des primes exprimaient rigoureusement l'importance de l'offre et de la demande, il n'y aurait pas d'intérêt à opérer à primes plutôt qu'au comptant ou ferme ; dans les deux cas, les probabilités de gain ou de perte seraient exactement les mêmes.

Mais les marchés à primes obéissent encore à d'autres lois qui font que le spéculateur a intérêt à acheter ou à vendre plutôt à prime que ferme ou au comptant.

A) Les cours des primes, ou l'écart croissent relativement plus vite que la quotité de la prime ne diminue, ou que l'échéance ne s'éloigne, c'est-à-dire au-delà de toute probabilité mathématique.

Ex. : Sucreries 500, f. c. 520/40 545/20 570/10
f. p. 545/40 575/20 615/10

C'est un fait, dont on peut vérifier l'exactitude dans la

pratique, c'est que l'acheteur s'enhardit à mesure que l'importance de son risque (la prime) diminue, ou que ses chances de gain (échéance éloignée) augmentent, bien que dans le premier cas ses possibilités de perte (cours de prime élevé) augmentent, et, dans le second, son risque de perte soit plus grand (prime plus importante).

Donc, toutes choses égales par ailleurs, le spéculateur a intérêt à vendre des primes aussi petites et à une échéance aussi éloignée que possible.

B) A mesure que l'échéance du marché, ou la réponse des primes, se rapproche, l'écart se détend. Le temps travaille donc contre l'acheteur et au profit du vendeur ; contre celui qui engage des opérations à risques limités et en faveur de celui qui fait des opérations à risques illimités, étant entendu que le cours du ferme ne varie pas.

On cote :

	Ferme	A prime		Ferme	A prime
5 décembre	500	555/20	20 déc.	500	520/20
10 —	500	550/20	25 —	500	512/20
15 —	500	535/20	28 —	500	505/20

Les chances de gain de l'acheteur et du vendeur de primes sont inégales : le premier escompte la hausse, le second la baisse, mais, même si les cours du ferme ne varient pas dans le sens favorable à l'un ou à l'autre, et restent stables, la prime est abandonnée au profit du vendeur.

Il en est de même pour les opérations à risques illimités : le spéculateur s'est ménagé, de part et d'autre du ferme, une zone bénéficiaire aussi grande que possible, en vendant des petites primes et à l'échéance la plus lointaine ; à mesure que la réponse se rapproche, l'écart des primes se détend, et les risques de perte, résultant de gros mouvements de cours à la hausse ou à la baisse, diminuent.

Dès que son opération est conclue à une échéance lointaine, le spéculateur acheteur de ferme et vendeur de primes est en bénéfice, si les cours ne varient pas au delà de certaines limites, à la hausse ou à la baisse ; à mesure que l'échéance se rapproche, l'écart entre le cours ferme et des primes diminuant progressivement, il pourra avantageusement défaire sa première position

en vendant ferme et en achetant à prime, avec un écart d'autant plus faible que la réponse sera plus proche.

a) *Le cours ferme est resté invariable.*

1^{er} décembre : A¹ 500, V² 560/20 : Ecart 60 francs.

28 — V¹ 500, A² 520/5 : Ecart 20 francs.

Le spéculateur achètera des primes aussi petites que possible mais toujours à un cours inférieur à celui des primes vendues.

En baisse : gain égal à la différence des primes ;

En hausse : gain égal à l'écart entre le cours des primes.

b) *Le cours des primes est resté invariable.*

1^{er} décembre : A. 500, V² 560/20 : Ecart 60 francs.

28 — : V. 555, A² 560/20 : Ecart 5 francs.

Ici, le cours des primes n'a pas changé, mais le cours du ferme s'est élevé à 555 francs ; l'écart qui était le 1^{er} décembre de 60 francs n'est plus que de 5 francs le 28 décembre.

A. 500, V. 555 : Bénéfice + 55 francs.

c) *Le cours du ferme et celui des primes ont varié.*

1^{er} décembre : A. 500, V² 560/20 : Ecart 60 francs.

28 — : V. 530, A² 550/5 : Ecart 20 francs.

Le 1^{er} décembre, l'écart des primes était de 60 francs, le 28 décembre, l'écart s'est détendu ; il est égal à 20 francs/5 et à 5 francs/20. Le spéculateur liquide sa première opération ainsi :

A. 500,	V. 530	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Bénéfice définitif} + 30 \text{ francs.} \\ \text{Si hausse, bénéfice} + 20 \text{ fr.} \\ \text{Si baisse, bénéfice} + 30 \text{ fr.} \end{array} \right.$
V ² 560/20,	A ² 550/5	

Le spéculateur ne peut perdre que si la baisse au-dessous du ferme acheté est plus importante que la prime vendue. Dans ce cas, il se liquidera en vendant ferme sans racheter de primes.

On voit ainsi que le temps travaille au profit du spéculateur acheteur de ferme et vendeur de primes ; en sens contraire, le vendeur de ferme et acheteur de primes trouve d'autant plus difficilement l'occasion de liquider son opération, que l'échéance du marché est plus proche, puisque les écarts vont en diminuant.

Il suffit, pour s'en rendre compte, de placer dans les exemples précédents, la vente ferme contre prime au 1^{er} décembre, et l'achat ferme contre la vente à prime au 28 décembre.

C) Les marchés à primes, de par leur caractère conditionnel, subissent et expriment beaucoup plus rigoureusement les influences du marché. En effet, l'acheteur et le vendeur de primes sont des spéculateurs timorés qui ne peuvent acheter ou vendre ferme.

Dès que le marché est à la hausse, et que les acheteurs à primes se présentent en grand nombre, le cours des primes s'élève, non seulement en raison de l'importance de la demande, mais encore en raison de l'exigence des vendeurs ; ceux-ci, en effet, sont des spéculateurs dont les moyens sont limités comme les acheteurs, qui ne gagnent en baisse que la prime et risquent une perte illimitée en hausse ; aussi se couvrent-ils très largement en offrant la prime à un cours très élevé.

Réciproquement, en baisse, les cours des primes diminuent non seulement en raison de l'importance de l'offre, mais en raison de la passivité de l'acheteur de prime, qui n'engage en général sa mise que lorsque la tendance du marché est nettement orientée à la hausse.

Enfin, souvent de brusques variations sur une valeur provoquent des « achats forcés », qui contribuent à élever les cours des primes au delà de toute mesure.

Un nombre considérable de primes a été vendu pendant la première moitié du mois sur une valeur qui, à la suite de l'annonce d'un dividende ou d'une nouvelle politique ou autre, bénéficie d'une forte hausse : ces primes vendues sont « débordées » et les spéculateurs vendeurs conditionnels se trouvent être vendeurs fermes ; ils ne peuvent racheter ferme pour se couvrir en hausse, car, en cas de réaction en baisse, ils courraient le risque d'une perte illimitée ; ils achètent donc à prime, et au fur et à mesure que la hausse dépasse le cours des différentes ventes de primes, le nombre des acheteurs de primes augmente. On dit que les vendeurs « courent » (1).

(1) Nous donnons ici un exemple récent des mouvements désordonnés sur une valeur, que peuvent créer des manœuvres de Bourse. L'Elliot cote ferme le 18 mai 1922 : 76 francs, 81 /5 f. c. et 86, 50 /5 f. p.

Le 23 du mois, la hausse se dessine, on cote ferme 89 et 98 /5 f. c. et 119 /5 f. p.

Mais après avoir parcouru une certaine étape de hausse, les cours fléchissent, les spéculateurs vendent des primes pour compenser la perte qu'ils ont subie en hausse, les écarts se détendent tout aussitôt.

Le spéculateur avisé profite de ces cours « poussés » qui se produisent fréquemment pour vendre des primes simples ou pour acheter ferme et vendre à prime, de même que lors d'un « tassement » exagéré des cours, il achète une prime simple, ou vend ferme et achète à prime.

Le cours des primes n'est donc pas l'expression exacte du rapport entre l'importance de l'offre et de la demande ; ce cours est modifié par certaines autres circonstances particulières aux marchés à primes : il s'élève très vite à mesure que l'échéance s'éloigne ou que la quotité de la prime diminue ; il décroît chaque jour à mesure que la réponse se rapproche ; il s'élève ou s'abaisse, suivant l'orientation du marché, dans des proportions toujours exagérées et non en rapport avec l'importance de la hausse ou de la baisse du ferme.

Les primes vendues pendant tout le mois se trouvent successivement débordées, et les spéculateurs, à la veille de la liquidation, cherchent à se couvrir en achetant ferme ou à prime ; la prime 0,50 se négocie déjà avec un écart de 30 francs à échéance de fin juin. La hausse, amorcée par quelques acheteurs, se trouve ensuite brusquement accentuée par de nombreux vendeurs effrayés ; l'approche de la liquidation, l'annonce d'un déport de 10 francs, la présence d'une demande qui va croissant à mesure que les cours montent, contribuent à donner à ce mouvement une allure vertigineuse ; le 26 mai, on cote ferme 102 et 116/5 fin mai, c'est-à-dire à 4 jours d'échéance et 139/5 à fin juin. Le 29 mai, on cote ferme 116 fr. et 145/5 à fin juin et enfin, le 30 mai, la hausse a atteint son point culminant avec le cours ferme de 127, et le cours à prime de 159/5 fin juin. Presque toutes les primes vendues ont été levées, et les vendeurs, obligés de se racheter en hausse ont été « étranglés ». La liquidation a lieu le 31 mai, la hausse est terminée, les cours vont retomber en deux jours au niveau d'où ils étaient partis.

En effet, le 1^{er} juin, on cote ferme 59 et 109/5 f. c. ; le 9 juin, on cote ferme 62, et 67, 50/5 f. c., et le 12 juin, on cote ferme 59, 25 et 62, 50/5 f. c. L'écart de la prime /5 n'est plus que de 3 fr. 25 !

TITRE PREMIER

OPÉRATIONS SIMPLES

CHAPITRE PREMIER

ACHAT A PRIME

Ex. : Sucreries d'Egypte cotent ferme 500 — Achat à 530/20.

Dès que l'opération est conclue, le spéculateur doit faire disparaître la perte initiale résultant de l'achat d'une prime ; il opère différemment suivant que le marché est orienté à la hausse ou à la baisse :

Sens favorable : hausse. — Le spéculateur peut ne rien faire et attendre la réponse, mais il risque, s'il se produit une réaction à la baisse, de ne plus trouver une occasion favorable pour compenser la perte de la prime.

En conséquence il doit :

1^o **Vendre ferme** si la hausse dépasse le cours de la prime achetée, car dès ce moment son opération ne court plus aucun risque de perte.

Ex. : Sucreries cotant 550, il vend ferme à 550.

Réponse au-dessus de 510. — La vente à 550 est liquidée par l'achat à prime à 530 : Bénéfice + 20 francs.

Réponse au-dessous de 510. — La vente à 550 est liquidée par un achat ferme à 500 : Bénéfice + 50 francs.

Les spéculateurs acheteurs de primes n'hésitent jamais, dès que le cours ferme a dépassé le cours des primes achetées, à vendre ferme, quitte à ne pas profiter d'une hausse éventuelle plus importante.

2° Il peut aussi, si la hausse est moyenne, vendre une prime aussi grosse et à un cours aussi élevé que possible, mais jamais au-dessous du pied de la prime achetée et toujours à une même échéance.

Ex. : Sucreries cotent 515, 540/20 ; 550/20 ; 565/10.

A. 530/20 et V. 540/40 Bénéfice + 10 ou bien

V. 550/20 Bénéfice + 20 ou bien

V. 565/10 Bénéfice + 35.

Si la réponse se fait en hausse, l'achat à prime est levé et liquide la vente à prime : bénéfice égal à l'écart.

Si elle se fait en baisse, au-dessous de 510, la prime vendue compense entièrement ou en partie la prime achetée.

Sens défavorable : Baisse.

Vente d'une prime aussi grosse que possible, à un cours aussi élevé que possible, mais toujours supérieur au pied de la prime achetée et à la même échéance.

A mesure que la baisse s'accroît, il est évident que le spéculateur ne pourra vendre qu'une prime de quotité de plus en plus petite.

Sucreries cotent 480, 490/20 ; 505/10 ; 530/5.

Ici, la prime /5 seule peut être vendue parce qu'elle est négociée à un cours supérieur à 510, qui est le pied de la prime achetée.

CHAPITRE II

VENTE DE PRIMES

La vente à prime à découvert est une opération très dangereuse qui comporte, pour le vendeur en baisse, un gain limité à la prime, et, en hausse, une perte illimitée. Voilà pourquoi les spéculateurs ne font pas, en général, de ventes à primes simples, mais combinent ces dernières avec des achats fermes.

Sens favorable : Baisse. — Au moment où la vente à prime est conclue, le spéculateur est en bénéfice; il peut donc, si la baisse se produit, ne pas se prémunir contre une réaction éventuelle à la hausse, et attendre la réponse pour bénéficier de la prime abandonnée.

Cependant, en raison du risque de perte possible, il préférera se couvrir et :

Acheter une petite prime à un cours aussi bas que possible, mais jamais au-dessus du pied de la prime vendue et toujours à une même échéance que cette dernière.

Ex. : Sucreries 1^{er} décembre 500, 530/20 : Vente à 530/20
12 décembre 470 505/5 : Achat à 505/5.

Réponse à 520. — Les primes sont levées, le bénéfice est égal à l'écart entre l'achat et la vente.

Réponse à 490. — Les primes sont abandonnées, le bénéfice est égal à la différence entre les primes vendues et celles achetées.

L'achat d'une petite prime sert de couverture contre une hausse possible.

Sens défavorable : Hausse. — Si la hausse est plus importante que l'écart de la prime vendue et que le spéculateur soit débordé, il peut :

1^o Acheter ferme. — Ce mode de couverture de la vente à prime est dangereux, car s'il est vrai qu'à la hausse, la vente à prime levée, liquide l'achat ferme, il est aussi possible que la réponse se fasse en baisse, et que la prime soit abandonnée. Le spéculateur subit alors une perte illimitée sur l'achat ferme.

Ex. : 1^{er} décembre, Sucreries 500, 530/20 : V. à prime 530/20
8 décembre, Sucreries 520, 550/20 : A. ferme 520

Réponse à 540. — Achat ferme à 520 liquide V¹ 530/20 : Bénéfice + 10 francs.

Réponse à 490. — La vente 530/20 est résiliée. Bénéfice + 20. Achat ferme 520 liquidé par une vente ferme à 490 francs : perte — 30. Perte totale — 10 francs.

2^o Acheter une prime aussi petite que possible à un cours aussi bas que possible mais jamais supérieur au pied de la prime vendue et à une même échéance.

Ex. : Sucreries 1^{er} décembre 500, 530/20
Sucreries 6 décembre 505, 510/40, 520/20, 535/10

A mesure que la hausse s'accroît, le spéculateur ne pourra plus acheter que des primes de plus en plus grosses, puisque les petites se traiteront à un cours supérieur au pied de la prime vendue. Mais il préférera acheter une grosse prime que d'acheter ferme, car s'il y a réaction des cours à la baisse, le spéculateur ne subit, dans le premier cas, qu'une perte égale à la différence entre les primes achetées et celles vendues, et, dans le second cas, une perte illimitée.

TITRE II

OPÉRATIONS COMPLEXES A RISQUES ILLIMITÉS

Nous distinguons pour l'étude de la liquidation et de la défense des opérations à primes complexes, celles à risques illimités et celles à risques limités (1).

A) Opérations à risques illimités.

Les opérations à risques illimités sont en bénéfice quand les variations des cours ne dépassent pas la zone bénéficiaire, comprise au-dessous et au-dessus du ferme, de la vente ou de l'achat à prime.

1° Opérations fermes et à primes combinées.

A² ferme contre V¹ à Prime en quantité plus petite.

A² ferme contre V² à Prime en quantité égale.

A² contre ferme V³ à Prime en quantité plus grande.

V² ferme contre A¹ à Prime en quantité plus petite.

La perte résulte de la baisse, sur le *ferme*, dans les opérations qui comportent un achat ferme, ou de la hausse sur la *vente à découvert*, dans l'opération vente ferme contre achat en quantité inférieure d'une prime plus petite.

2° Opérations à primes contre primes.

V² /40 contre A¹ /10 en quantité plus petite, d'une prime plus petite.

A² /40 contre V⁴ /10 en quantité plus grande, d'une prime plus petite.

Ces opérations ne comportent de risque de perte illimitée qu'à la hausse et celle-ci résulte des ventes de primes faites à découvert; en baisse la perte est toujours limitée à la différence entre les primes vendues et celles achetées.

(1) Voir tableaux, p. 62 et 89.

B) Opérations à risques limités.

Toujours en perte au moment où elles sont conclues, les opérations à risques limités ne sont en bénéfice que si les fluctuations des cours dépassent la zone de perte comprise de part et d'autre du ferme ou de l'achat et de la vente à prime.

1° Opérations fermes et à primes combinées.

V^1 ferme contre A^1 à prime en quantité égale.

V^1 ferme contre A^3 à prime en quantité supérieure.

La perte maximum de ces opérations est égale à l'écart entre la vente et l'achat à prime, et le bénéfice est illimité à la hausse et à la baisse.

2° Opérations à primes contre primes.

V^1 /40 contre A^2 /20 en quantité plus grande, d'une prime plus petite.

V^2 /40 contre A^2 /40 en quantité égale, d'une prime égale

A^2 /40 contre V^1 /40 en quantité plus petite, d'une prime plus petite.

A^2 /20 contre V^2 /10 en quantité égale, d'une prime plus petite.

L'écart entre la vente et l'achat à prime représente la perte maximum ; le bénéfice en baisse est égal à la différence des primes et, en hausse, est illimité quand la somme des primes achetées est plus grande que celle des primes vendues.

SECTION PREMIÈRE

Opérations ferme c/ prime et prime c/ ferme.

1° Achat ferme c/ vente à prime en quantité inférieure.

Ex. : Sucreries 500, f. c. 520/40 ; 545/20 ; 570/10.

A^2 500, V^1 545/20 : zone bénéficiaire au-dessus de 490 francs.

Hausse :

A^1 500 liquide V^1 545 : bénéfice + 45 francs. Au-dessus bénéfice illimité sur A^1 .

Baisse :

La prime est abandonnée et diminue d'autant le prix d'achat du ferme : A^2 500 — 10 = A^2 490 francs.

Mais au-dessous de ce cours, le spéculateur doit se protéger contre une baisse éventuelle.

2° Opérations de défense en baisse.

a) *Vente d'une prime aussi importante que possible mais toujours à un cours supérieur à celui de l'achat ferme pour augmenter la couverture en baisse* : Ex. : $V^1 515/40$.

$$A^2 500 : V^1 545/20 : V^1 515/40$$

Echelle : $A^2 470$, $V^1 525$, $V^1 475$.

Réponse en hausse : liquidé.

— baisse : perte au-dessous de 470 francs.

b) *Faire des « moyennes » en baisse : achat ferme contre vente de primes aussi grosses que possible en quantité double et toujours à un cours supérieur à celui de l'achat ferme.*

Ex. : ferme 495, et $510/40$

$$\begin{array}{rcl} A^2 500, & V^1 545/20 : A^1 495, & V^2 510/40 \\ & V^1 525 & - V^2 470 \end{array}$$

Primes vendues = + 100 francs.

Cours moyen des achats fermes $A^2 500$, $A^1 495 = A^2 498$.

Echelle : $A^2 465$, $V^2 470$, $V^1 525$.

Hausse : liquidé ;

Baisse : le spéculateur est couvert jusqu'au cours 465 fr.

c) *Vente de grosses primes en quantité égale à l'achat ferme, et achat, en même temps, de petites primes en quantité inférieure.*

Ex. : ferme 500, $510/40$; $540/20$; $575/10$.

Premier exemple. — Achat d'une prime /20.

$$\begin{array}{rcl} V^2 510/40, & A^1 540/20 : & A^2 500, V^1 545/20 \\ V^2 470 & A^1 520 & V^1 525 \end{array}$$

Primes vendues + 80 + 20 = + 100 francs.

Primes achetées — 20

$$A^2 500 + 80 = A^2 460 \quad + 80$$

Echelle : $A^2 460$, $V^2 470$, $A^1 520$, $V^1 525$.

Hausse : liquidé ;

Baisse : perte au-dessous de 460 francs.

Deuxième exemple. — Achat d'une prime/10.

V² 510/40, A¹ 575/10 ; A² 500, V¹ 545/20

V² 470 A¹ 565 V¹ 525

Primes vendues + 80 + 20 = + 100 francs.

Primes achetées = - 10

+ 90

Echelle : A¹ 455, V² 470, A¹ 565, V¹ 525.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 455.

d) Achat d'une grosse prime contre vente en quantité supérieure d'une plus petite et de très petites primes en hausse, pour couvrir celles vendues à découvert,

Ex. : Ferme 490, 510/40 ; 540/20 ; 575/10 ; 605/5.

A¹ 510/40, V¹ 540/20, A² 605/5 : A² 500, V¹ 545/20

470 520 600 525

Primes vendues + 80 + 20 = + 100 francs.

Primes achetées - 40 - 10 = - 50

+ 50

d'où A² 500 + 25 = A² 475.

Echelle : A¹ 470, A² 475, V¹ 525, A² 600.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 475,50.

Le système des ventes à primes ou des moyennes est dangereux ; il est préférable de « renverser » la position et liquider la première opération par une :

e) Vente ferme contre achat d'une prime aussi petite que possible, qui, en cas de réaction à la hausse, compensera la vente à prime :

A² 500, V¹ 545/20 : V² 485, A¹ 510/10

A² 500 liquidé par V² 485 : Perte - 30 fr.

V¹ 545/20 - A¹ 510/10 Baisse : bénéfice + 10

Hausse : + 35

3° Achat ferme contre vente à primes en quantité égale. — Cette opération se distingue de la précédente en ce

c) Si la baisse est importante, le spéculateur a intérêt à « renverser » sa position et à se liquider par une *vente ferme contre l'achat d'une prime aussi petite que possible*, mais à un cours au moins inférieur à celui de la vente à prime.

Ex. : ferme 480, 490/40, 505/20, 522/10.

A² 500 liquidé par V² 480 : perte — 40 francs.

V² 545/20 — A² 522/10

Réponse en hausse : Bénéfice + 46 francs.

— baisse : — + 20 francs.

Cette opération, contrairement à la précédente, ne saurait être défendue en baisse par des ventes de primes simples à découvert, parce que s'il se produit au dernier moment une réaction en hausse, il pourrait en résulter une perte illimitée.

5^o Achat ferme contre vente à prime en quantité supérieure.

Ex. : A 500, V² 545/20

525

Zone bénéficiaire entre les cours 460 et 590.

Cette opération n'est en bénéfice que si la réponse se fait sur un des cours compris entre 460 et 590. La perte est illimitée au-dessus en raison d'une vente à prime à découvert, et au-dessous en raison de la baisse sur l'achat ferme.

6^o A) Opérations de défense en baisse.

a) *Vente de grosses primes et achat de petites primes en quantité égale à celles vendues dans la première opération.*

Ex. : On cote 490, 510/40, 540/20, 575/10.

V ¹ 510/40,	A ² 575/10	A 500, V ² 545/20
470	565	525

Primes vendues + 40 + 40 = + 80 francs.

Primes achetées = — 20

+ 60

ou achat 500 + 60 = A¹ 440 francs.

Echelle : A¹ 440, V¹ 470, V² 525, A¹ 565.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 440 francs.

Premier exemple. — En quantité égale :

A^2 540, V^2 615/10	A^1 500, V^2 545/20
605	525

Primes vendues + 20 + 40 = + 60 francs.

Moyenne des achats fermes = A^2 540 et A^1 500 = A^3 527
d'où A^3 527 + 60 = A^3 507.

Echelle : A^3 507, V^2 525, V^1 605.

Hausse : V^1 à découvert.

Baisse : perte au-dessous de 507.

Deuxième exemple. — En quantité supérieure :

A^2 540, V^1 615/10	A^1 500, V^2 545/20
605	525

Primes vendues + 10 + 40 = + 50 francs.

Moyenne des achats fermes : A^2 540, A^1 500 = A^3 527
d'où A^3 527 + 50 = A^3 511 francs.

Echelle : A^3 511, V^2 525, V^1 605.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 511.

Cette opération est dangereuse, car, en cas de réaction à la baisse, le spéculateur se trouve « chargé » de ferme. Voilà pourquoi il est préférable d'acheter plutôt une grosse prime que ferme, à condition, toutefois, que le cours de celle-ci soit inférieur à celui des primes vendues.

b) Achat d'une grosse prime, en quantité égale à celle des primes vendues dans la première opération, contre vente de primes plus petites en quantité inférieure.

Ex. : On cote 540, 560/40 ; 585/20 ; 615/10.

Premier exemple :

A^2 560/40, V^1 585/20	A^1 500, V^2 545/20
520 565	525

Primes vendues : + 20 + 40 = + 60 francs.

Primes achetées — 80 francs.

A^1 500 — 20 = A^1 520. — 20 francs.

Echelle : A^1 520, A^2 520, V^2 525, V^1 565.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 520.

Deuxième exemple :

A² 560/40, V¹ 615/10
520 - 605

A¹ 500, V² 545/20
525

Primes vendues $+ 40 + 10 = + 50$ francs.

Primes achetées	— 80
	— 30

$$A^1\ 500 - 30 = A^1\ 530 \text{ francs.}$$

Echelle : A² 520, V² 525, A¹ 530, V¹ 605.

Hausse : liquidé.

Baisse : perte au-dessous de 520 francs.

c) Achat d'une grosse prime en quantité égale à celle des primes vendues dans la première opération, contre vente de primes plus petites en quantité supérieure, et achat de très petites primes pour liquider en hausse celles vendues à découvert.

Ex. : On cote ferme 570, 580/40 ; 610/20 ; 645/5.

A^2 580/40, V^4 610/20 A^3 645/5, A^1 500, V^2 545/20
540 590 640 525

Primes vendues : + 120 francs.

Primes achetées	— 95
	+ 25

d'où $A^1 500 + 25 = A^1 475 \text{ fr.}$

Echelle : A¹ 475, V² 525, A² 540, V⁴ 590, A³ 640.

<i>Hausse</i> : Au-dessus de 640, liquidé, perte	475	A ¹	0
65 francs.	525	V ² + 50	

Baisse : Perte au-dessous de 475 francs.

Zone de bénéfice comprise entre les cours	618	0
475 et 618.	640	A ³ — 65

On voit, par cette opération, combien est souple le marché à primes et quels résultats inespérés le spéculateur habile a pu en tirer : En effet, la zone bénéficiaire de sa première opération, comprise entre les cours 460 et 525, était largement « débordée » vers le haut, le ferme cotait 570 et la perte résultant d'une vente à prime à découvert pouvait devenir illimitée si celle-ci était levée. Or, grâce à l'opération ci-dessus, le spéculateur a réussi à modifier son échelle de telle sorte qu'en baisse il ne perdra qu'au-dessous de 475 et, en hausse, au-

dessus de 618 ; entre 618 et 640, il a limité sa perte à 66 francs ; au delà sa position est liquidée.

7^o Vente ferme contre achat à prime en quantité inférieure. — Pathé cote 1^{er} déc. 600, 610/40, 625/20, 645/10.

10 déc. V² 600, A¹ 625/20
605

Hausse : Perte illimitée résultant d'une vente à découvert.
Baisse : Gain illimité au-dessous de 590.

8^o Opérations de défense en hausse. — Pathé cote le 10 déc. 610, 620/40, 640/20, 670/10.

a) *Achat ferme contre vente de grosses primes en quantile égale ou inférieure.*

En quantité égale :

A ² 610, V ² 620/40 :	V ² 600, A ¹ 625/20	
580	605	A ¹ V ² 580 V ² + 40
Primes vendues + 80		600 0
Primes achetées — 20		605 A ¹ — 10
+ 60		

à 580 francs, les primes sont abandonnées, gain : + 60

A² 610 liquidé par V² 600, perte = — 20

+ 40 francs.

Echelle : V² 580, V² 600, A¹ 605, A² 610.

Hausse : perte illimitée sur V¹ à découvert au-dessus de 600 francs.

Baisse : au-dessous de 580 francs, bénéfice + 40 francs.

En quantité inférieure :

A ² 610, V ¹ 620/40	V ² 600, A ¹ 625/20	580 V ¹ 0
580	605	600 — 20
Primes vendues + 40		605 A ¹ — 25
Primes achetées — 20		
+ 20		

à 580 francs, les primes sont abandonnées, gain + 20

A² 610 liquidé par V² 600, perte — 20

0

Echelle : V¹ 580, V² 600, A¹ 605, A² 610.

Hausse : liquidé à 605, perte — 25 fr.

Baisse : liquidé, résultat 0

Moyennant l'abandon d'un bénéfice possible en baisse sur la vente ferme, le spéculateur a réussi à se liquider en hausse, avec une perte minime.

b) *Achat de grosses primes dont le pied tombe au-dessous de la vente ferme et en quantité égale aux ventes à découvert.*

A ¹ 620/40, V ² 600, A ¹ 625/20	550	+ 40
580	605	570 V ² 0
Primes achetées — 60	580	A ¹ — 20
d'où V ² 600 — 60 = V ² 570.	605	A ¹ — 45

Hausse : liquidé à 605 : perte — 45 francs.

Baisse : bénéfice illimité au-dessous de 570 francs.

SECTION II

Opérations à primes contre primes.

1^o *Vente d'une prime contre achat d'une prime plus grosse en quantité inférieure, à condition que la somme des primes vendues ne soit pas supérieure à la somme des primes achetées.*

Pathé cote 1^{er} déc. 610, 620/40 ; 635/20 ; 655/10 f. c.

V² 50 Pathé 635/20, A¹ 25 Pathé 620/40.

615 580

Zone bénéficiaire entre les cours 580 et 650.

Baisse : au-dessous de 580 francs bénéfice égal à la différence entre les primes vendues et celles achetées.

Hausse : au-dessus de 650, perte illimitée résultant d'une vente à découvert.

2^o *Opérations de défense en hausse.* — « Système des moyennes » :

On cote 8 déc. 620, 630/40 ; 645/20 ; 665/10 ; 690/5.

a) *Achat ferme en quantité égale à celle vendue ci-dessus à prime, contre vente à prime en quantité inférieure.*

A ² 620, V ¹ 645/20 V ² 635/20, A ¹ 620/40	580	A ³ — 60
625 615 580	600	0
	615	V ² + 45
Primes vendues + 60	620	+ 50
Primes achetées — 40 = + 20	625	V ¹ + 55

à 580 : primes abandonnées	+ 20
Perte sur A ² 620 francs	— 80
donc A ³ . 580	— 60

Echelle : A¹ 580, V² 615, A² 620, V¹ 625.

Hausse : liquidé, bénéfice + 55 francs à 625 francs.

Baisse : perte au-dessous de 600 francs.

Le spéculateur risque sans doute de faire une perte illimitée sur l'achat ferme en baisse, mais, en hausse, il double son bénéfice, et compense le découvert de la première opération.

b) *Achat à prime simple en quantité égale aux ventes à découvert.*

A ¹ 655/10	V ² 635/20, A ¹ 620/40
645	615 580
Primes vendues + 40	
Primes achetées — 50	
— 10	580 A ¹ — 10
Echelle : A ¹ 580, V ² 615, A ¹ 645.	590 0
Hausse : perte — 5 à 645, liquidé.	615 V ² + 25
Baisse : perte — 10.	645 A ¹ — 5

L'achat à prime est une garantie contre la hausse et compense une vente de prime à découvert.

c) *Achat d'une grosse prime contre vente en quantité inférieure d'une prime plus petite.*

A ² 645/20, V ¹ 665/10	— V ² 635/20, A ¹ 620/40
625 655	615 580
Primes vendues + 50	
Primes achetées — 80	580 A ¹ — 30
	615 V ² + 5
— 30	625 A ² — 5
Echelle : A ¹ 580, V ² 615, A ² 625, V ¹ 655.	655 V ¹ + 25
Hausse : bénéfice + 25, liquidé.	
Baisse : perte — 30 francs au-dessous de 580 francs..	

A mesure que les cours s'élèvent, l'opération de couverture en hausse devient de plus en plus difficile à réaliser, puisque le spéculateur est obligé d'acheter des primes de plus en plus grosses pour obtenir un cours inférieur à celui des ventes de

primes à découvert, et augmente ainsi sa perte en baisse.

d) *Vente d'une grosse prime contre achat d'une plus petite en quantité supérieure.*

V ¹ 630/40, A ² 665/10	V ² 635/20, A ¹ 620/40
590 655	615 A ¹ 580
Primes vendues + 80 francs.	
Primes achetées = 60	580 A ¹ + 20
	590 V ¹ + 30
+ 20	615 V ² + 30
Echelle : A ¹ 580, V ¹ 590, V ² 615, A ² 655	655 A ² - 50

Hausse : liquidé, perte : — 50 francs à 655 francs.

Baisse : Bénéfice + 20 francs au-dessous de 580 francs.

La vente et l'achat à primes doivent être conclus avec un écart aussi faible que possible.

e) *Vente ferme contre achat de primes en quantité supérieure.*

V. 620, A ² 645/20	V ² 635/20, A ¹ 620/40
625	615 580
Primes vendues + 40 francs.	
Primes achetées — 80	560 + 20
	V. 620 A. 580 0
— 40	615 V ² 0
A 580 : Primes abandonnées — 40	625 A ² — 20
Gain sur V ¹ 620 + 40.	
0	

Echelle : A. 580, V² 615, V. 620, A² 625,

Hausse : liquidé, perte — 20 francs.

Baisse : bénéfice au-dessous de 580 francs.

En vendant ferme et en achetant à prime, le spéculateur diminue en hausse l'importance de son gain et se réserve la possibilité de faire un bénéfice illimité sur la vente ferme, si la baisse est importante.

L'opération *vente d'une prime contre achat en quantité inférieure d'une plus grosse prime* est en bénéfice si les cours restent stables, et elle perd, en hausse, si les ventes à découvert sont débordées, et en baisse si la somme des primes vendues est inférieure à celle des primes achetées.

Baisse : bénéfice + 40 francs au-dessous de 580 francs.

L'achat à prime diminue le bénéfice en baisse, mais est une assurance contre la vente à découvert en hausse.

c) *Achat d'une grosse prime contre vente en quantité inférieure d'une plus petite.*

A ² 630/40, V ¹ 645/20	V ² 620/40, A ¹ 635/20
590 625	V ² 580 A ¹ 615

Primes vendues + 100

Primes achetées — 100

Echelle : V ² 580, A ² 590, A ¹ 615, V ¹ 625.	580 V ² 0
	590 A ² — 20

Hausse : liquidé, perte — 10 francs à 625.	615 A ¹ — 20
--	----------------------------

Baisse : au-dessous de 580, résultat nul.	625 V ¹ — 10
---	----------------------------

Cette opération fait disparaître le bénéfice résultant en baisse de la différence entre les primes vendues et celles achetées, mais, en hausse, compense la vente à découvert. Ce moyen de défense ne devient opportun que si la hausse est déjà accentuée et quand l'arrivée de la réponse ne laisse plus espérer une réaction en baisse.

TITRE III

OPÉRATIONS COMPLEXES A RISQUES LIMITÉS

A l'inverse des *opérations à risques illimités*, qui sont toujours en bénéfice au moment où elles sont conclues et peuvent donner à la suite de fluctuations importantes une perte illimitée à la hausse ou à la baisse, les *opérations à risques limités* sont toujours en perte au moment où elles sont faites et comportent une zone de perte, que le spéculateur, avant l'arrivée de la réponse doit faire disparaître si les cours restent stables.

Mais ce dernier spéculateur a l'avantage sur le premier de ne rien craindre des mouvements possibles de Bourse ; il a accepté une perte initiale, son risque maximum, il le connaît, il est désormais tranquille jusqu'à la réponse pour manœuvrer. Or, ceux dont le métier est d'engager, avec des moyens limités, des opérations comportant des risques de perte illimités et qui jusqu'à la réponse suivent avec anxiété les fluctuations des cours, connaissent et apprécient l'importance de cet avantage.

Dans les opérations à risques limités : prime c/ ferme, la perte ne peut jamais être plus grande que l'écart entre la vente ferme et l'achat à prime, et dans cel'es à prime c/ prime, elle peut être égale en hausse à l'écart entre les cours des deux primes, en baisse à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées. La tactique du spéculateur consiste donc à profiter des variations de cours qui peuvent se produire avant la réponse, pour défaire avantageusement son opération ou, si les cours ne varient pas, pour annihiler sa perte initiale.

Le succès des opérations à risques limités, comme de celles à risques illimités, dépend en grande partie du choix du moment où elles sont conclues. En effet, nous l'avons vu plus

haut, les cours des primés n'expriment pas simplement l'importance de l'offre ou de la demande, mais subissent encore d'autres influences, tels les mouvements subits de Bourse : découvert important « débordé », nouvelle imprévue, qui font que l'écart se tend ou se détend exagérément.

Le spéculateur profitera donc, dans le courant du mois, d'une détente anormale de l'écart pour engager une opération à risque limité, et d'une tension subite pour la liquider. Ces occasions, en Bourse, se présentent plusieurs fois dans le mois, et les spéculateurs aux aguets ne manquent pas de les saisir.

SECTION PREMIÈRE

Opérations prime c/ ferme et ferme c/ prime.

1^o Vente ferme contre achat à prime en quantité égale. — La perte est limitée à l'écart entre la vente ferme et l'achat à prime. Il s'agit pour le spéculateur de faire disparaître la zone de perte comprise entre ces deux cours. En baisse, le bénéfice peut devenir illimité sur la vente ferme. Le risque de perte résulte donc du maintien ou de la hausse des cours

2^o Opérations de défense en hausse.

Pathé cote 1^{er} déc., 600, 610/40 ; 625/20 ; 655/10 ; 670/5.

V¹ 25 Pathé 600, A¹ 25 Pathé 610/40.

570

Hausse : perte égale à l'écart entre V¹ 600 et A¹ 610 = — 10 francs.

Baisse : gain sur la vente ferme au-dessous de 560 francs.

a) *Vente d'une grosse prime, contre achat d'une prime plus petite.*

On cote le 8 déc. : 620, 630/40 ; 645/20 ; 665/10 ; 680/5.

V. 600, A. 610/40

570

V² 645/20, A² 665/10

625

655

Primes vendues + 40

Primes achetées — 60

— 20

A 570 francs toutes les primes sont abandonnées, perte — 20 fr.
Gain sur vente ferme à 600 francs + 30 fr.

Echelle : A¹ 570, V¹ 600, V² 625, A² 655. + 10

Hausse : liquidé, perte — 50 fr.

à 655. V. 600, A. 570 A. V. + 10
Baisse : gain illimité sur vente 625 V² + 10
ferme au-dessous de 580 francs. 655 A² — 50

Cette opération de défense doit être faite de telle sorte que la différence créditrice entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées compense en partie la zone de perte de l'opération vente ferme c/ achat à prime; mais, cependant, conclue à un cours assez élevé, afin que la prime achetée de cette dernière opération ne puisse être levée; sinon, au cours de 650 francs, la perte est de 50 francs. Le spéculateur vendeur de la grosse prime et acheteur d'une plus petite couvre la zone de perte de sa première opération, mais il s'en crée une nouvelle à des cours plus élevés; cette opération de défense n'offre de chances de succès que si elle n'est pas débordée en hausse ou si le spéculateur a profité d'un écart anormalement détendu pour la conclure; elle doit en un mot constituer une défense d'exception.

b) *Achat d'une grosse prime contre vente d'une prime plus petite.*

V. 600, A. 610/40 A. 630/40, V. 665/10
570 590 655

Primes vendues + 10 francs

Primes achetées — 80 francs

— 70 francs

A 570 fr., toutes les primes sont abandonnées, perte — 70 fr.
Gain sur vente ferme à 600 francs + 30 fr.

Echelle : A¹ 570, A¹ 590, V¹ 600, V¹ 655. — 40

Hausse : liquidé, bénéfice

+ 25 fr. à 655.

V. 600, A. 570 A. V. — 40

Baisse : gain illimité sur la
vente ferme au-dessous de 530 fr.

590 A. — 40

655 V. + 25

Ici la zone de bénéfice de l'opération : *achat de la grosse prime contre vente d'une plus petite* vient s'appliquer exactement sur la zone de perte de l'opération : *vente ferme contre achat à prime*. En baisse, le gain ne commence sur la vente ferme qu'au-dessous du cours 530 francs et peut devenir illimité mais, par contre, en hausse, le bénéfice possible est de 25 francs.

c) *Achat ferme contre vente à prime.*

Pathé cote 1^{er} déc. 600, 610/40, 625/20, 645/10.

— — 4 déc. 580, 590/40, 610/20.

1 ^{er} déc. V. 600, A. 625/20	A. 580, V. 610/20
605	590

Primes vendues + 20

Primes achetées — 20

Echelle : V¹ 590, A¹ 580, V¹ 600, A¹ 605.

Dès que les cours ont baissé, il y a intérêt à racheter ferme la partie vendue ferme, et à vendre une prime.

En effet, en baisse ou en hausse :

V¹ 600 liquide A¹ 580, Bénéfice + 20 francs,
tandis que A¹ 625/20 liquide V¹ 610/20.

Hausse : perte — 15 francs.

Baisse : différence des primes = 0 ; les deux opérations sont résiliées.

En opérant ainsi, le spéculateur a perdu l'espoir de réaliser sur la vente ferme un gain illimité à la baisse, mais il s'est assuré un bénéfice définitif, et ne peut rien craindre d'une réaction des cours à la hausse.

d) *Achat à prime.*

A la suite d'une baisse importante, les écarts des primes se détendent exagérément et se « collent » au ferme ; dès que le cours des primes est inférieur à celui de sa vente ferme, le spéculateur achète une prime, ainsi il conserve en baisse la possibilité de faire un bénéfice illimité sur la vente ferme, diminué simplement de la prime achetée, et, en hausse, il se garantit contre un revirement des cours.

1^{er} déc. V. 600, A. 610/40
On cote 12 déc. 560, 465/40, 580/20. A. 580/20

Primes vendues 0

Primes achetées — 60

Baisse ; Gain sur vente ferme au-dessous de 540 francs ;

Hausse ; A. 580/20 liquide V. 600. B. + 20. Au-dessus gain sur A. 610/40.

3^o Vente ferme contre achat à prime en quantité supérieure.

Pathé cote 1^{er} déc. 600, 610/40, 625/20, 645/10.

9 déc. V¹ 25 Pathé 600, A² 50 Pathé 625/20.

Zone de perte entre les cours 560 et 650.

Au-dessous de 560 francs : bénéfice illimité sur la vente ferme.

Au-dessus de 650 francs : bénéfice illimité sur un achat à prime.

Le spéculateur doit faire disparaître la perte comprise entre les cours 560 et 650, qui atteint son maximum — 35 francs au cours 605.

4^o Opérations de défense en hausse.

a) *Vente à prime simple à un cours supérieur ou tout au moins égal à celui de l'achat à prime.*

V ¹ 635/40,	V ¹ 600, A ² 625/20
595	605

Primes vendues + 40 fr.

Primes achetées — 40 fr.

A. 595 : Bénéfice sur Vente à 600 = + 5.	595	V ² + 5
--	-----	--------------------

Echelle : V ¹ . 595, V ¹ . 600, A ² . 605.	600	— 5
---	-----	-----

Hausse : La perte maximum n'est plus 605 A² — 15 maintenant que de 15 francs au lieu de 35 fr. :

différence entre la vente ferme et l'achat à prime ; il est vrai que le spéculateur a détruit tout espoir de réaliser un bénéfice en hausse.

Baisse : Le gain commence sur la vente ferme au-dessous de 597,50, au lieu de 560 précédemment.

b) *Vente de grosses primes contre achat de primes plus petites.*

V ³ 635/40, A ² 655/20	V ¹ 600, A ² 625/20
595 635	605

Primes vendues + 120 francs.

Primes achetées — 80 francs.

+ 40 francs.

A 595 fr. : toutes les primes sont abandonnées, gain + 40

gain sur vente ferme à 600 francs + 5

+ 45

Baisse ; Gain illimité au-dessous de 595 V³ V¹ + 45
 606 francs sur vente ferme, au lieu de 605 A² + 5
 560 francs. 635 A² — 55

Hausse ; Perte limitée à 55 francs ; liquidé à 635.

En un mot, le spéculateur a préféré réduire sa zone de perte et augmenter son bénéfice en baisse, en abandonnant en hausse tout espoir de gain qui, d'ailleurs, n'aurait commencé qu'au-dessus du cours 650 francs.

c) *Achat de grosses primes, contre vente de plus petites primes avec un écart aussi grand que possible.*

A² 655/20, V³ 685/10 V. 600, A² 625/20
 635 675 605

Primes vendues + 30 francs

Primes achetées — 80 francs

— 50 francs

Baisse : Gain sur la vente ferme au-dessous de 550 francs.

Hausse : Liquidé à 675 francs, bénéfice 550 0
 + 95 francs. 600 V¹ — 50

Ici, la zone de perte a été déplacée vers 605 A² — 55
 le bas ; en hausse, la position est liquidée. 635 A² — 25
 675 V³ — 95

d) *Achat ferme contre vente à primes en quantité supérieure, avec un écart aussi grand que possible.*

En quantité supérieure :

A¹ 620, V² 635/40 V. 600, A² 625/20
 595 605

Primes vendues + 80 francs.

Primes achetées — 40 francs.

+ 40 francs.

Echelle : V² 595, V¹ 600, A² 605, A¹ 620.

<i>Baisse</i> : A ¹ 620 liquide V ¹ 600 :	perte — 20
primes abandonnées,	gain + 40
	+ 20

<i>Hausse</i> : A ¹ 620 liquide V ¹ 600 :	perte — 20
primes levées: V ² 635/40 liquide A ² 625/20: Bénéfice	+ 20
	0

En achetant ferme et en vendant à prime en quantité égale, le spéculateur se réserve la possibilité de faire un bénéfice illimité en hausse, mais il diminue en baisse l'importance de son gain.

En quantité égale :

A ¹ 620, V. 635/40	V. 600, A ² 625/20
595	605
Primes vendues + 40 francs.	
Primes achetées — 40 francs.	
	0

Echelle : V. 595, V. 600, A² 605, A¹ 620. 595 V¹ — 20

<i>Baisse</i> : Perte constante égale à 20 francs	605 A ² — 30
et résultant de la différence entre V ¹ 600	635 0
et A ¹ 620 francs.	655 + 20

Hausse : V¹ 595 liquide A¹ 605 ; au-dessus de 635 le gain est illimité.

Une vente /20, ou /10 aurait augmenté l'importance de la perte en baisse, mais aussi le bénéfice en hausse.

e) *Achat à prime.*

Dès que la baisse est importante, et pour s'assurer contre une réaction en hausse, tout en conservant l'espoir d'un bénéfice illimité en baisse, le spéculateur a intérêt à acheter une prime à un cours inférieur à celui de l'achat ferme.

En baisse : son bénéfice est simplement diminué de l'importance de cette prime ;

En hausse : il réalise un gain égal à la différence entre le cours de la vente ferme et celui de l'achat à prime.

SECTION II

Opérations à primes contre primes.

Les opérations à primes contre primes et à risques limités comportent un gain ou une perte égal à la différence entre la vente et l'achat à prime, si les primes sont levées, ou entre la somme des primes achetées et celle des primes vendues, si elles sont abandonnées.

Premier groupe. — Opérations dans lesquelles la somme des primes achetées est plus grande que celle des primes vendues : la perte est égale à la différence entre les deux sommes quand les primes sont abandonnées, et le bénéfice est égal à l'écart entre le cours d'achat et de vente quand elles sont levées.

1° Achat d'une prime contre vente en quantité inférieure d'une prime plus petite.

1^{er} déc. Pathé cote 600, 610/40 ; 625/20 ; 645/10 ; 670/5.

A² 625/20, V¹ 645/10

605 635

Hausse : bénéfice illimité.

Baisse : perte : — 30.

A) Cours en hausse.

12 déc. Pathé cote 620, 635/40 ; 655/20 ; 675/10 ; 700/5.

a) Vente d'une grosse prime à un cours supérieur à l'achat /20, contre achat d'une prime plus petite.

12 déc. V¹. 635/40, A¹. 655/20 A² 625/20, V¹ 645/10
595 635 605 635

595

635

605

635

Primes vendues + 50 francs.

Primes achetées — 60 francs.

— 10 francs.

595

V₁

- 10

605

A²

- 20

635

 $\mathbf{y}_1$

A 1

- 10

655

- 30

Echelle : V¹ 595, A² 605, V¹ 635, A¹ 635.

Baisse : au-dessous de 595, les primes sont abandonnées, la perte n'est plus que de 10 fr.

Hausse : Bénéfice illimité sur un A¹ non liquidé.

b) *Achat ferme contre vente à prime en quantité égale ou supérieure.*

En quantité égale :

A ¹ 620, V ¹ 635/40	A ² 625/20, V ¹ 645/10
595	605 635

Primes vendues + 50 francs.

Primes achetées - 40 francs.

+ 10 francs.

A 595 francs, les primes sont abandonnées, gain + 10 francs.
perte sur A¹ 620 - 25 francs.

Echelle: V. 595, A² 605, A¹ 620, V¹ 635 - 15 francs.

Hausse : bénéfice illimité sur un achat 620 595 V¹ A¹ - 15
à prime non liquidé à 635 : Bénéfice 606 A² - 15
+ 45 francs. 635 V¹ + 45

Baisse : Perte sur achat ferme au-dessous de 612 francs. 655 + 65

En quantité supérieure :

A ¹ 620, V ² 635/40,	A ² 625/20, V ¹ 645/10
595	605 635

Primes vendues + 90 francs.

Primes achetées - 40 francs.

+ 50 francs.

A 595 fr., les primes sont abandonnées, gain + 50 francs.
perte sur A¹ à 620 - 25 francs.

Echelle : V² 595, A² 605, A¹ 620, V¹ 635. + 25

Hausse : à 635 francs, bénéfice 620 - 595 V² A¹ + 25
+ 45, liquidé. 605 A² + 15

Baisse : Perte sur A¹ ferme 635 V¹ + 45
au-dessous de 570 francs.

c) *Vente d'une grosse prime en quantité égale ou inférieure à celle achetée dans l'opération initiale, contre achat d'une prime plus petite en quantité inférieure.*

En quantité égale :

V ² 635/40, A ¹ 655/20	A ² 625/20, V ¹ 645/10
595 635	605 635

Primes vendues + 90 francs.

Primes achetées - 60 francs.

+ 30 francs.

Echelle : V² 595, A² 605, A¹ 635, V¹ 635 595 V² + 30

Hausse : liquidé, bénéfice + 10 francs. 605 A² + 10

Baisse : au-dessus de 595, les primes 635 A¹ V¹ + 10
sont abandonnées. Bénéfice + 30 francs.

En quantité inférieure.

V ¹ 635/40,	A ¹ 655/20	A ² 625/20,	V ¹ 645/10
595	635	605	635

Primes vendues + 50 francs.

Primes achetées — 60 francs.

— 10 francs.

Echelle : V¹ 595, A² 605, A¹ 635, V¹ 635 595 V¹ — 10*Hausse* : Bénéfice illimité sur A¹ non liquidé. 605 A² — 20*Baisse* : Primes abandonnées au-dessous 635 A¹ V¹ + 10
de 595 francs, perte — 10 francs. 655 + 30

En vendant une plus grande quantité de primes dans le premier exemple, le spéculateur a augmenté son bénéfice en baisse, mais, par contre, il s'est liquidé en hausse; dans le second exemple moyennant une légère perte au bas de l'échelle, il s'est réservé la possibilité de réaliser en hausse un bénéfice illimité, en raison d'un achat non liquidé.

d) *Vente à prime simple, toujours à un cours supérieur à celui de l'achat à prime de l'opération initiale.*

V ¹ 635/40,	A ² 625/20,	V ¹ 645/10
595	605	635

Primes vendues + 50 francs.

Primes achetées — 40 francs.

+ 10 francs.

Echelle : V¹ 595, A² 605, V¹ 635. 595 V¹ + 10*Hausse* : liquidé à 635, bénéfice + 30 fr. 605 A² 0*Baisse* : Primes abandonnées au-dessous 635 V¹ + 30
de 595 francs. Bénéfice + 10.**B) Cours en baisse.**

8 déc., Pathé cote 580, 590/40 ; 605/20 ; 625/10 ; 655/5.

a) *Vente d'une grosse prime en quantité égale à celle achetée dans l'opération initiale, contre achat d'une plus petite prime n quantité inférieure.*

V ² 625/10,	A ¹ 655/5	A ² 625/20,	V ¹ 645/10
615	650	605	635

Primes vendues + 30 francs.

Primes achetées — 45 francs.

— 15 francs.

Echelle : A ² 605, V ² 615, V ¹ 635, A ¹ 650	605 A ² -- 15
Hausse : liquidé, perte à 650 francs	615 V ² + 5
— 10.	635 V ¹ + 5
Baisse : primes abandonnées à 605 francs.	645 — 5
perte — 15 francs.	650 A ² — 10

Bénéfice entre 611 et 640 francs. En se liquidant en hausse et donc en abandonnant l'espoir de faire un gain illimité, le spéculateur a pu réduire au bas de l'échelle la perte de — 30 à — 15 francs.

b) *Vente d'une prime seule, à un cours supérieur au moins à celui de l'achat à prime de l'opération initiale.*

V ¹ 625/10,	A ² 625/20, V ¹ 645/10
615	605 635
Primes vendues + 20 francs.	
Primes achetées — 40 francs.	
	605 A ² — 20
	— 20 francs. 615 V ¹ 0
Echelle : A ² 605, V ¹ 615, V ¹ 635.	635 V ¹ + 20

Hausse : liquidé à 635 francs, bénéfice + 20

Baisse : à 605 francs les primes sont abandonnées, la perte n'est plus que de 20 francs au lieu de 30 francs.

c) *Achat ferme, contre vente à prime en quantité égale à celle achetée à prime dans l'opération initiale.*

A ¹ 580, V ² 605/20	A ² 625/20, V ¹ 645/10
585	605 635
Primes vendues + 50 francs.	
Primes achetées — 40 francs.	
	+ 10 francs.

Echelle : A¹ 580, V² 585, A² 605, V¹ 635. 580 A. + 10

Hausse : liquidé à 635. Bénéfice + 25 fr. 585 V² + 15

Baisse : perte sur le ferme au-dessous 605 A² — 5
de 570. 635 V¹ + 25

Le spéculateur a déplacé la zone de perte de sa position vers le bas, la perte sur l'achat ferme étant illimitée au-dessous de 570 francs, mais au-dessus il est en bénéfice et liquidé.

2° Achat d'une prime contre vente en quantité égale d'une prime plus petite.

Pathé cote 600,	610/40 625/20 645/10 670/5.
A ² 625/20, V ²	645/10.
605	635
	Primes vendues + 20 francs.
	Primes achetées — 40 francs.
	— 20 francs.

Au-dessous de 605, Perte : — 20 fr.

A l'inverse de l'opération précédente, celle-ci comporte en baisse une perte moins grande, puisque la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées est plus petite, mais, par contre, les quantités achetées étant égales aux quantités vendues, se compensent entre elles, il ne peut donc pas y avoir, en hausse, de bénéfice illimité.

Les opérations ayant pour objet de faire disparaître complètement ou de réduire en partie la perte au bas de l'échelle, sont les mêmes que celles exposées ci-dessus.

Cependant, il importe de ne jamais faire de ventes à découvert. Ici, la quantité achetée étant égale à celle vendue, les opérations de couverture ne devront jamais comporter de ventes en quantité supérieure aux achats, tandis que dans l'opération précédente, les quantités vendues étant inférieures aux quantités achetées, le spéculateur a pu, dans les opérations de couverture, vendre des primes en quantité supérieure aux achats fermes ou à primes.

A) Cours en hausse.

a) Vente d'une grosse prime à un cours supérieur à l'achat /20 contre achat d'une prime plus petite.

b) Achat ferme contre vente à prime en quantité inférieure ou égale (mais jamais supérieure).

c) Vente d'une grosse prime contre achat d'une prime plus petite en quantité égale (mais jamais inférieure).

La vente d'une prime simple créerait un découvert, elle n'est donc pas possible.

B) Cours en baisse.

a) Vente d'une grosse prime en quantité égale à celle

achetée dans l'opération initiale, contre achat d'une prime plus petite en quantité égale (mais jamais inférieure).

b) Achat ferme contre vente à prime en quantité égale à celle achetée à prime dans l'opération initiale.

La vente à prime n'est pas possible.

2^e groupe. — *Opérations dans lesquelles la somme des primes vendues est plus grande que celle des primes achetées* : la perte est égale à l'écart entre le cours d'achat et celui de vente quand les primes sont levées, et le bénéfice à la différence des deux sommes, quand elles sont abandonnées.

1^o **Achat d'une prime contre vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse**, à condition que la somme des primes vendues soit supérieure ou tout au moins égale à celle des primes achetées.

1^{er} déc., Pathé cote, 600, 608/50 ; 610/40 ; 625/20 ; 655/10.

V¹ 625/20, A² 655/10
605 645

Baisse : les primes vendues compensent les primes achetées ; au-dessous de 605, résultat : 0.

Hausse : perte égale à l'écart entre V¹ 625 et A¹ 655 : — 30 francs ; mais au-dessus le bénéfice peut devenir illimité en raison d'un achat non liquidé.

A) Cours en hausse.

10 déc., Pathé cote 620, 630/50 ; 635/40 ; 660/20 ; 690/10.

a) *Achat d'une grosse prime contre vente en quantité supérieure d'une prime plus petite.*

A¹ 635/40, V² 660/20 V¹ 625/20, A² 655/10
595 640 605 645

Primes vendues + 60 francs.

Primes achetées — 60 francs.

0

Echelle : A¹ 595, V¹ 605, V² 640, A² 645 595 A¹ 0

Hausse : liquidé. 605 V¹ + 10

Baisse : primes abandonnées au-dessous 640 V² + 10
de 595 francs, résultat 0, bénéfice entre les 645 A² 0
cours 595 et 645 francs.

b) *Achat ferme contre vente à prime en quantité égale ou inférieure à celle achetée à prime dans l'opération initiale.*

En quantité inférieure :

A ¹ 620, V ¹ 660/20,	V ¹ 625/20, A ² 655/10
640	605 645

Primes vendues + 40 francs.

Primes achetées — 20 francs.

+ 20 francs.

Echelle : V¹ 605, A¹ 620, V¹ 640, A² 645.

A 605, les primes sont abandonnées, bénéfice + 20	
perte sur A ¹ ferme à 620	— 15

+ 5

Hausse : Bénéfice illimité sur un achat 620-605 A¹ V¹ + 5
non liquidé à 665 fr. + 20, à 695 + 50. 640 V¹ + 5

<i>Baisse :</i> perte sur achat ferme au-dessous du cours 600 francs. Zone de	645 A ² 0
bénéfice située au-dessus de 600 francs.	665 + 20
	695 + 50

En quantité égale :

A ¹ 620, V ² 660/20	V ¹ 625/20, A ² 655/10
640	605 645

Primes vendues + 60 fr.

Primes achetées — 20 fr.

+ 40 fr.

605 V¹ A¹ + 25

640 V² + 25

645 A² + 15

Echelle : V¹ 605, A¹ 620, V² 640, A² 645.

A 605, les primes sont abandonnées, bénéfice + 40 fr.

A 620, perte sur achat ferme — 15 fr.

+ 25 fr.

Hausse : liquidé à 645 francs, bénéfice + 15 francs.

Baisse : perte sur achat ferme au-dessous du cours 580 fr.
Zone de bénéfice située au-dessus de 580 francs.

En vendant une quantité égale de primes à celle achetée dans l'opération initiale, le spéculateur a liquidé sa position

en hausse, perdant ainsi tout espoir de réaliser un bénéfice illimité, mais, par contre, il a augmenté son gain en baisse, puisque son achat ferme est couvert jusqu'au cours 580 frs.

2° Achat d'une prime contre vente en quantité égale d'une prime plus grosse.

1 ^{er} déc. V ² 50 Pathé 625/20,	A ² 50 Pathé 655/20
605	645

Primes vendues + 40 fr.

Primes achetées — 20 fr.

+ 20 fr.

Hausse : perte égale à l'écart entre V² 625 et A² 655 = — 60

Baisse : Gain égal à la différence des primes = + 20

Les opérations ayant pour objet de compenser la perte résultant de *l'achat d'une prime contre la vente en quantité égale d'une prime plus grosse*, sont les mêmes que celles dont nous avons étudié l'application, relativement à *l'achat d'une prime contre la vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse*.

Afin de ne pas créer de découvert en hausse, le spéculateur ne vendra jamais une plus grande quantité de titres que celle achetée par lui, soit ferme, soit à prime : il pourra donc, si les cours sont en hausse :

a) Acheter des grosses primes, et vendre en même temps des petites primes, en quantité égale respectivement aux ventes et achats de l'opération initiale ;

b) Acheter ferme et vendre des primes toujours en quantité égale ou inférieure aux ventes et achats de la première opération.

Conclusion.

Nous avons vu les influences respectives des *trois facteurs* : *quotité de la prime, quantités vendues, et échéance*, dans les principales opérations à primes et comment, en déplaçant

la zone de bénéfice ou de perte, ils modifiaient les chances du spéculateur.

Ce dernier possède donc les moyens de prévenir et d'accompagner tous les mouvements d'une valeur à la hausse ou à la baisse, en faisant des opérations dont le sens et l'amplitude correspondent exactement à l'orientation et à l'importance des fluctuations prévues.

On se fait difficilement une idée du nombre d'opérations à primes possibles à un instant donné sur une valeur :

Les combinaisons ferme contre primes, ou primes contre fermes peuvent donner lieu à :

- 2 opérations principales dirigées à la hausse ;
- 2 opérations principales dirigées à la baisse ;
- 1 opération en bénéfice sur maintien des cours ;
- 1 opération « à cheval ».

Celles à primes contre primes à :

- 4 opérations principales dirigées à la hausse ;
- 3 opérations principales dirigées à la baisse ;
- 1 opération en bénéfice sur maintien des cours ;
- 1 opération « à cheval ».

De plus chacune de ces quinze opérations principales peut être modifiée, si on fait varier la *quotité de la prime*, les *quantités vendues* et l'*échéance*.

Nous supposons, ce qui est exact en pratique, que sur le marché quatre sortes de primes seulement peuvent être négociées et à 4 échéances différentes et que le spéculateur n'engage jamais plus de quatre paquets (1), c'est-à-dire 100 titres. Le nombre des opérations possibles pouvant résulter de la combinaison de ces trois facteurs est égal au produit des variations possibles de chacun de ces quatre facteurs $4 \times 4 \times 4 =$ c'est-à-dire 64. Ce chiffre multiplié par celui des opérations principales donne le nombre des combinaisons fermes et à primes possibles à un moment donné sur une même valeur, c'est-à-dire 832. Il est entendu que nous avons

(1) On désigne par paquet « l'unité » de spéculation 25 titres ou 1500 francs de rente 3 % ; 2000 francs de rente 4 %, etc.

limité à 100 le nombre de titres négociés, alors qu'en réalité ce chiffre peut être largement dépassé.

On voit, par ce calcul très sommaire, combien sont souples et élastiques les marchés à primes et combien sont variées les opérations qu'ils peuvent comporter.

Aussi Michaelis pouvait-il dire que si on faisait défiler toutes les multiples combinaisons et métamorphoses qui seraient possibles avec le marché à primes, on croirait regarder dans un kaléidoscope qui présenterait des images toujours nouvelles.

SEPTIÈME PARTIE

CONSTRUCTION DES ÉCHELLES DE PRIMES

SECTION PREMIERE

Opérations préliminaires.

Quand le nombre des opérations conclues soit ferme, soit à prime devient important, il est nécessaire de « construire » des échelles.

Ce sont des tableaux qui indiquent au spéculateur, devant tout cours susceptible d'être coté à la réponse, sa position exacte, en ce qui concerne les quantités dont il est vendeur ou acheteur, de même que l'importance de son gain ou de sa perte.

La construction d'une échelle comprend cinq principales opérations :

- 1^o Relevé chronologique des opérations fermes et à primes ;
- 2^o Relevé distinct des cours fermes, d'une part, et des cours des primes et des pieds des primes, d'autre part ;
- 3^o Solde des opérations fermes, solde des primes vendues et achetées ;
- 4^o Tableau des cours fermes et des cours des pieds des primes par gradation ascendante ;
- 5^o Echelle proprement dite.

1^o Relevé chronologique des opérations fermes et à primes.

Exemple :

1 ^{er} décembre,	A ¹ 600	V ² 650/20
4	— V ⁴ 620	A ² 640/10.
12	— A ³ 630/20	V ² 645/10.
26	— A ³ 605	V ¹ 610/40.

2° Relevé distinct des cours fermes, des cours des primes et des cours des pieds des primes. — Les opérations fermes sont représentées par le cours de vente ou d'achat, et celles à primes, toujours par le pied des primes et non par le cours des primes.

Cours du ferme			Cours des primes		Cours des pieds des primes
—			—		—
A ¹	25	600	V ²	50 650/20	630
V ⁴	100	620	A ²	50 640/10	630
A ³	75	605	V ²	50 645/10	635
			V ¹	25 610/40	570
			A ³	75 630/20	610

3° Solde des opérations fermes, solde des primes vendues et achetées. — Les opérations fermes donnent un solde créditeur ou débiteur définitif, qu'il importe de rechercher. La réponse, décidant du maintien ou de la résiliation des opérations à primes, on calcule au pied de la prime la plus basse, c'est-à-dire au cours auquel toutes les primes sont abandonnées, le solde résultant de la somme de celles vendues et de celles achetées.

En un mot le spéculateur se crédite du ferme et des primes vendues et se débite du ferme et des primes achetées.

Solde des opérations fermes :

A ¹ 25 à 600 liquide	V ¹ 25 à 620 B.	+ 20
A ³ 75 à 605 liquide	V ³ 75 à 620 B.	+ 45
		+ 65

Solde des primes vendues et achetées :

Primes vendues	+ 100 fr.	
Primes achetées	— 80 fr.	°.
		+ 20 fr.

4° Tableau des cours fermes et des cours des pieds de primes, par gradation ascendante. — Le Tableau est un relevé par gradation ascendante des cours fermes et des *limites* ou pieds des primes, avec indication devant chacun d'eux de la quantité vendue ou achetée.

Achat		Vente	
		570.....	V ¹ 25
25,	A ¹	600	
75,	A ³	605	
75,	A ³	610	
		620.....	V ⁴ 100
50,	A ²	630.....	V ² 50
		635.....	V ² 50

5° **Echelle.** — A l'aide du tableau, le spéculateur dresse l'échelle, il note devant les cours qui ont fait l'objet d'une opération, l'importance de la vente ou de l'achat.

Au bas de l'échelle, à 570, toutes les primes sont abandonnées; le bénéfice est égal à la différence entre les deux sommes des primes vendues et achetées, à laquelle il faut ajouter le gain réalisé sur les opérations fermes + 65 + 20 = + 85 francs. En baisse, la position est liquidée; en hausse, le spéculateur indique devant chaque cours compris dans l'échelle et susceptible d'être coté à la réponse, son gain ou sa perte.

Il n'est pas tenu compte des opérations fermes qui ne figurent que pour mémoire, puisque leur solde a été porté au bas de l'échelle.

A 570 fr. Vendeur à prime 25 ou V¹ Gain + 85, résultant de la différence entre les primes vendues et achetées, qui sont à ce cours abandonnées, et du solde créditeur des opérations fermes. En raison de la vente, la perte va croissant et diminue le bénéfice initial.

A 575 fr.	—	—	Gain	+ 80
A 580 —	—	—	—	+ 75
A 585 —	—	—	—	+ 70
A 590 —	—	—	—	+ 65
A 595 —	—	—	—	+ 60
A 600 —	Acheteur ferme 25 A ¹			
A 605 —	—	—	75 A ³	

Il n'est pas tenu compte des opérations fermes.

A 610 fr. Acheteur à prime 75, A³ Gain + 45
 A ce cours A¹ 610 liquide V¹ à 570, perte — 40 fr. qui

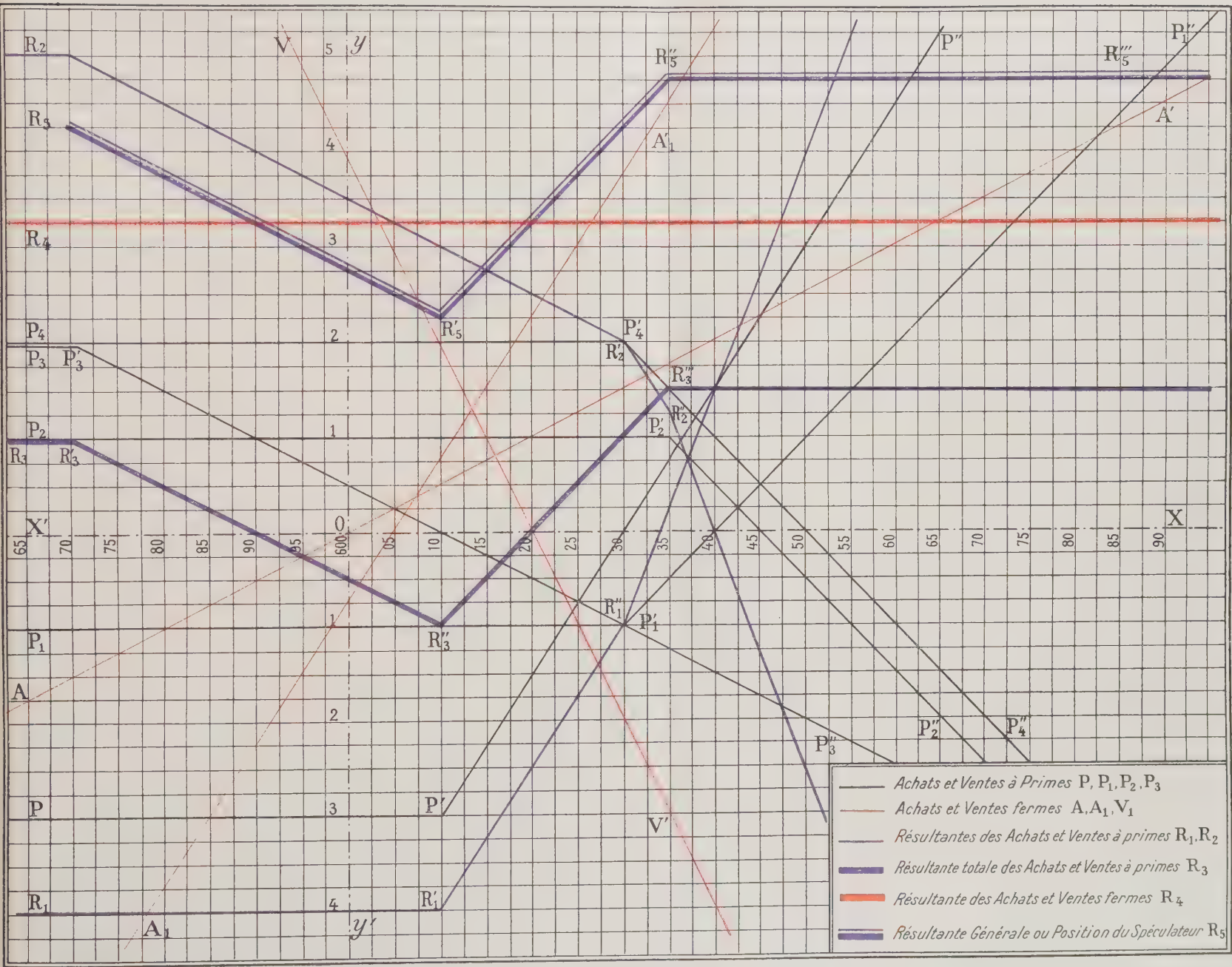


FIGURE 21

vient en déduction du bénéfice initial $+ 85 - 40 = + 45$.
Le spéculateur reste acheteur de 50 titres.

A 615 Acheteur	50 A ²	Gain	+ 55
A 620 Vendeur ferme	75 V ³		
A 625 Acheteur	50 A ²	—	+ 75
A 630 Vendeur à prime	50 V ²	—	+ 85
A 630 Acheteur à prime	50 A ²	—	+ 85

A ce cours V² 630 liquide A² 610. Bénéfice $+ 40$, qui s'ajoute au gain précédent $+ 45 = + 85$. Mais à ce même cours le spéculateur est acheteur de 50 titres.

A 635 fr. Vendeur à prime, 50 V² Gain $+ 95$.

Ici le tableau indique une vente de 50 titres à 635, qui liquide l'achat, de 50 titres à 630. B. $+ 10$ qui s'ajoute au gain précédent $+ 85$. Bénéfice total $+ 95$.

En hausse le spéculateur est définitivement liquidé ; si la réponse se fait à 635 et au-dessus, son bénéfice est égal à 95 fr. et, si elle se fait au-dessous de 570, il gagne 85 francs.

Les spéculateurs ne font pas figurer en général les opérations fermes dans les échelles, mais simplement les opérations à primes, puisque ce sont celles-là seules que la réponse peut modifier.

Nous avons supposé jusqu'ici que les quantités vendues et achetées ferme étant égales se liquidaient entre elles, mais si les ventes ou achats sont supérieurs, le spéculateur devra faire une moyenne avec la base de l'échelle en vue d'établir exactement à ce point son bénéfice ou sa perte.

Reprenons l'exemple précédent :

Les achats fermes sont supérieurs aux ventes fermes.

Supposons une vente de 75 titres au lieu de 100 à la date du 4 décembre ; la position ferme est la suivante :

A ¹ 600 liquide	V ¹ 620.....	Bénéfice	+ 20
A ² 605 —	V ² 620.....	—	+ 30
			+ 50

Il reste un achat ferme à 605 non liquidé.

Base de l'échelle à 570 :

Solde des primes.....	Bénéfice	+ 20
Gain sur opérations fermes liquidées	—	+ 50
Perte sur un achat ferme à 605...		- 35
		<u>+ 35</u>

A 570 : Bénéfice + 35 au lieu de + 85 précédemment.

Perte illimitée sur un achat ferme au-dessous de 530.

Les ventes fermes sont supérieures aux achats fermes.

Supposons un achat de 50 titres au lieu de 75 à 605 fait le 26 décembre : la position ferme est la suivante :

A ¹ 600 liquide	V ¹ 620.....	Bénéfice	+ 20
A ² 605	— V ² 620.....		+ 30
			<u>+ 50</u>

Il reste une vente ferme à 620 non liquidée.

Base de l'échelle à 570 :

Solde des primes	Bénéfice	+ 20
Gain sur opérations fermes liquidées	—	+ 50
Gain sur une vente ferme à 620 ..		+ 50
		<u>+ 120</u>

A 570 : Bénéfice + 120 au lieu de + 85 précédemment.

Gain illimité sur vente ferme en baisse.

Mais dans ce cas le spéculateur a placé la vente ferme au cours 570, il notera donc à 570, V² ou vente 50 en se rappelant qu'en hausse, il perdra sur 50 titres et qu'en baisse, il ne gagnera que sur 25.

Une opération à prime n'est pas en général engagée isolément, comme une opération ferme ou au comptant. D'autres opérations nécessitées par les fluctuations de la valeur viendront se greffer sur elle.

Le spéculateur réalise ainsi, pendant toute la durée du terme, en vue de réduire la perte ou d'accroître le bénéfice, un ensemble de combinaisons qui se développent et vont en augmentant à mesure que l'échéance se rapproche. Toutes ces opérations sont étroitement liées entre elles.

L'art du spéculateur, spécialisé dans ce genre de marché et désigné sous le nom d'échellier, consiste à prévoir et à accompagner toutes les variations d'une valeur, de telle sorte que la réponse des primes vienne se faire sur la zone béné-

ficiaire résultant de toutes les opérations engagées et dont l'ensemble s'appelle l'échelle.

Nous donnons ci-dessous, en prenant les cours cotés sur l'action Pathé le 3 novembre 1922, deux exemples d'Echelles, l'une comportant des opérations fermes et à primes, l'autre des opérations à primes seulement.

SECTION II

Echelle comportant des opérations fermes et à primes.

Le 3 novembre, Pathé cote ferme : cours extrêmes 586 et 594 ; et f. p. 660/20, 690/10. Le spéculateur a toujours intérêt à engager une opération de longue haleine, donc à une échéance aussi lointaine que possible. Indécis sur l'orientation future du marché, il *achète de grosses primes et vend une quantité égale de petites primes*, à l'échéance de f. p. ou fin décembre, ainsi, en hausse, son bénéfice sera égal à l'écart entre le cours d'achat et celui de la vente, et il ne perdra jamais plus que la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées, si celles-ci ne sont pas levées. Avant la réponse il trouvera probablement l'occasion de faire disparaître ou de réduire en partie cette perte :

3 nov., A. 100 Pathé 660/20, V. 100 Pathé 690/10.

640 680

Primes vendues + 1000 fr.

Primes achetées — 2000 fr.

— 1000 fr.

640 A^s + 1000

650 0

Hausse : primes levées, + 3000 fr. 660 + 1000

Baisse : primes abandonnées, Perte..... — 1000 680 V^s + 3000

700

Les cours du ferme sont restés stationnaires, mais les écarts des primes se sont tendus. En effet, on a coté successivement :

Le 3 nov. Ferme 685 — 594 660/20... 690/10 f. p.

— 5 — 584 — 592 675/20... 690/10 —

+ 6 — 595 — 603 690/20... 705/10 —

Ce fait que les écarts croissent, au lieu de décroître à mesure que l'échéance se rapproche, est doublement significatif d'une hausse prochaine : aussi le spéculateur en profite-t-il pour :

Acheter ferme et vendre des primes en quantité égale ou inférieure.

7 nov. A. 150 Pathé ferme 600, V. 100 Pathé 690/20 f. p.
670

Primes vendues + 2000.

Echelle : A. 150 Pathé 587, V. 100 Pathé 670

<i>Hausse</i> : 100 Pathé vendus à 670	587	A. 150	0
liquident 100 Pathé achetés à 587,	590		450
B. + 12450.	600		1350

Au-dessus de ce cours, bénéfice illimité	650		
sur achat de 50 Pathé.	670	V. 100	12450

Baisse : Perte sur 150 Pathé au-dessous de 587.

Dès le 11 novembre les cours du ferme commencent à s'élever au-dessus de 605, 610, et les 15, 16, 18, la hausse atteint le cours de 640. Afin de consolider un bénéfice réalisable, l'échellier *vend ferme une partie de la quantité déjà achetée ferme, en même temps achète à prime et couvre en hausse cet achat par une vente à prime en quantité supérieure.*

17 nov. V. 100 Pathé 640, A. 50 Pathé 672/40,
et V. 100 Pathé 730/20 632
710

Primes vendues + 2000 fr.	632	A ²	0
Primes achetées - 2000 fr.	640	V ² +	400
	710	V ² -	3100

0

Echelle : A. 50, 632, V. 100, 640, V. 100, 710.

Le ferme fléchit à nouveau et les cours retombent le 24 novembre à 601. A ce cours, le spéculateur *rachète ferme une quantité de titres égale à celle qu'il avait vendue le 19 novembre et vend des primes en quantité inférieure à celle achetée ferme.*

26 nov. A¹ 100 Pathé 601, V² 50 Pathé 655/20.
635

Primes vendues + 1000 fr.	591	A ¹	0
	600	+	900

Echelle : A¹ 100, 591, V² 50, 635. 655 V² + 6400

La construction d'une échelle quand le nombre d'opérations est important devient indispensable. Elle permet au spéculateur, de voir plus rapidement son gain ou sa perte, ainsi que l'importance des quantités achetées ou vendues, aux différents cours sur lesquels la réponse a chance de se faire.

A) Relevé des opérations fermes, à primes, et cours du pied des primes.

Ferme	Cours des primes	Pieds des primes
A. 150.. 600	A. 100, 660/20	A. 100, 640
V. 100.. 640	A. 50, 672/40	A. 50, 632
A. 100.. 601		
	V. 100, 690/10	V. 100, 680
	V. 100, 690/20	V. 100, 670
	V. 100, 730/20	V. 100, 710
	V. 50, 655/20	V. 50, 635

B) Solde des opérations fermes.

A. 100 à 601 liquide V. 100 à 640. Bénéfice + 3900.

Reste un achat non liquidé de 150 titres à 600.

C) Solde des primes vendues et achetées.

Primes achetées — 4000 fr.
Primes vendues + 6000 fr.
+ 2000 fr.

D) Tableau des opérations.

Achats	Ventes
A. 150..... 600	
A. 50..... 632	
	635..... V. 50
A. 100..... 640	
	670..... V. 100
	680..... V. 100
	710..... V. 50

A 632, et au-dessous, toutes les primes vendues et achetées sont abandonnées. Bénéfice + 100 résultant de la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées. Le spéculateur, après s'être crédité des primes vendues et débité de celles achetées, peut se considérer vendeur ou acheteur au pied des primes et construit ensuite l'échelle de sa position comme suit :

Au cours de 600, le tableau indiquant un achat ferme de 150 titres, il note :

1° Le gain réalisé sur l'achat ferme de 100 titres fait le 24 novembre au cours de 601 et liquidé par la vente ferme de 100 titres du 17 novembre..... + 3900 fr.

2° Le solde des primes vendues et achetées ... + 2000 fr.
 + 5900 fr.

et remontant ensuite l'échelle des cours, le spéculateur indiquera devant chacun d'eux le gain ou la perte dont il bénéficierait ou qu'il subirait si la réponse à un cours quelconque des cours considérés.

E) Echelle.

600, Achat ferme 150 Gain + 5900

610,

615,

620,

632, Achat à prime 50 (A. 200) — + 10700

A ce cours, le tableau indique un achat de 50 titres ; le bénéfice va résulter maintenant en hausse d'un achat total de 200 titres.

635, Vente à prime 50 (A. 150) — + 11300

Ici, les primes vendues étant levées, la vente ferme de 50 titres liquide 50 titres achetés. Au-dessus de ce cours le spéculateur n'est plus acheteur que de 150 titres.

640, Achat à prime 100 (A. 250) — + 12050

A. 640, Achat encore de 100 titres qui ajoutés aux 150 ci-dessus forment un total de 250.

670, Vente à prime 100 (A. 150) — + 19450

100 titres vendus à 670 liquident 100 titres achetés.

Reste achat 150 titres.

680, Vente à prime 100 (A. 50) — + 21050

Nouvelle vente de 100 titres.

Reste achat 50.

710, Vente à prime 100 + 22550

50 titres achetés sont liquidés par une vente de 50. Mais le spéculateur se trouve au-dessus du cours de 710 vendeur à découvert sur 50 titres.

La zone bénéficiaire de cette position est comprise maintenant au-dessus du cours 567 et est quasi illimitée en hausse.

En effet, au bas de l'échelle, il y a un bénéfice réalisé de 4900 qui couvre l'achat ferme de 150 titres jusqu'au cours de 567 francs. En hausse, le spéculateur devra, s'il trouve une occasion favorable avant la réponse, compenser la vente à découvert de 50 titres.

En effet, on cote le 19 déc. 612 et 615 ferme, 620/20 et 625/10.

Il achète de grosses primes et vend de petites primes en quantité inférieure, de telle sorte que la différence entre les quantités vendues et celles achetées compense les ventes à découvert.

A. 100 Pathé 620/20, V. 50 Pathé 625/10.

600

615

Primes vendues + 500 fr.

Primes achetées — 2000 fr.

— 1500 fr.

Echelle : A. 100, 600, — V. 50, 615.

En hausse, le gain est égal à l'écart entre la vente et l'achat et en baisse, la perte est égale à la différence des primes.

Hausse : l'achat de 50 Pathé non liquidé compense les ventes à primes faites à découvert.

Baisse : la perte résultant de la différence entre les primes vendues et achetées diminue légèrement le bénéfice au bas de l'échelle.

En effet :

A. 600 les primes sont abandonnées. Perte : — 1500 qui vient	600 A. 150 A. 100 + 4400
en déduction du bénéfice noté sur	615 V. 50
l'échelle précédente à ce même	632 V. 50 + 11550
cours : + 5900 — 1500 = + 4400.	635 V. 50 + 12300
Mais, en hausse, le bénéfice résultant d'un achat supplémentaire	640 A. 100 + 13300
de 250 titres est augmenté.	670 V. 100 + 22200
	680 V. 100 + 24300
	710 V. 100 + 27300

A 632, + 11550, au lieu de + 10700

— 670, + 22200, — + 19450

— 710, + 27300, — + 22550, liquidé.

Dès ce moment le spéculateur n'a plus rien à craindre en hausse des ventes à découvert, puisque les achats et les ventes sont compensés intégralement au cours de 710.

SECTION III

Echelle ne comportant que des opérations à primes.

Nous donnons cet exemple afin de montrer les résultats que l'on peut obtenir en ne combinant entre elles que des opérations à primes contre primes; en fait, les spéculateurs ne font à peu près jamais des échelles ne comportant que des opérations à primes.

Pathé cote le 3 nov. 1922 :

580 et 594 ferme (cours extrêmes) et 660/20, 690/10 f. p., c'est-à-dire à échéance du 31 décembre 1922.

Achat de grosses primes et vente de primes plus petites en quantité supérieure, à la même échéance.

A. 100, 660/20, V. 150, 690/10.			
640	680		
Primes vendues + 1500 fr.	640	A. 100 —	500
Primes achetées — 2000 fr.	645		0
	650		+ 500
— 500 fr.	660		+ 1500
Echelle : A. 100, 640, V. 150, 680.	680	V. 150 +	3500
Zone bénéficiaire entre les cours	700		+ 2500
645 et 750.	750		0

Le spéculateur a choisi ce jour du 3 novembre, parce que les écarts entre les primes à f. p. s'étaient brusquement tendus.

Mais les cours s'élèvent rapidement, on cote ferme le 16 novembre 649 et 635; et la prime /40 se traite à f. p. au cours de 700. Ainsi s'offre au spéculateur une occasion favorable à un dégagement partiel, tandis que la prime /20 est offerte à 720 et celle /10 à 738.

Il vend de grosses primes et achète des primes plus petites en quantité inférieure, à échéance toujours de fin décembre.

V. 100, 700/40, A. 50, 738/10.

€60	728	660	V. 100 +	3500
Primes vendues + 4000	680			+ 1500
Primes achetées — 500	690			+ 500
	695			0
+ 3500	700			— 500
Echelle : V. 100, €60, A. 50, 728.	720			— 2500
Zone de perte au-dessus de 695.	728	A. 50 —		3300

Il y a en hausse une vente à découvert de 50 titres que le spéculateur compense par un *Achat de primes de quotité aussi petite que possible pour ne pas diminuer le bénéfice dans le bas de l'échelle et une vente de primes plus petites en quantité inférieure*, de telle sorte que les primes achetées en quantité supérieure compensent celles vendues à découvert dans les opérations précédentes.

	595 A ⁵ 125 — 2250
	600 — 1625
Cote du 20 déc. 1922, Ferme, 615, 620	610 V ¹ 25 — 375
Fin décembre — 615/20 620/10	614 0
	620 + 62
	650

A⁵ 125 615/20, V¹ 620/10.

595 610.

Primes vendues + 250

Primes achetées — 2500

— 2250

Zone bénéficiaire au-dessus du cours 614.

Relevé des opérations à primes et des cours des pieds des primes

A⁴ 100, 660/20 (640)..... V⁶ 150, 690/10, (680).

A² 50, 738/10 (728)..... V⁴ 100, 700/40, (660).

A⁵ 125, 615/20 (595)..... V¹ 25, 620/10, (610).

Solde des primes vendues et achetées

Primes vendues + 5750

Primes achetées — 5000

+ 750

Tableau

Achats		Ventes
A. 125.....	595	
	610.....	V. 25
A. 100.....	640	
	660.....	V. 100
	680....	V. 150
A. 50.....	728	

Echelle

A 595 et au-dessous, toutes les primes sont abandonnées. Bénéfice égal à la différence entre la somme des primes vendues et celle des primes achetées + 750 francs.

A 595, Achat 125. Gain + 750.

Au-dessus le bénéfice va croissant.

A 610, Vente 25 (A. 100) Gain + 2625

A ce cours, le tableau indique une vente de 25 titres qui diminue d'autant la quantité achetée.

Reste A. 100 titres.

+ 620 Vente 25 (A. 100) Gain + 3625

— 625 — — — + 4125

— 630 — — — + 4625

A 640, Achat, 100 (A. 200) Gain + 5625

Les 100 titres achetés à ce cours viennent s'ajouter aux 100 dont le spéculateur est acheteur précédemment et forment un total de 200 titres. Désormais le bénéfice résultera de 200 titres en hausse.

A 645 Achat, 100 (A. 200) Gain + 6625

A 650 Achat, 100 (A. 200) — + 7625

— 655 — — — + 8625

A 660 Vente, 100 (A. 100) — + 9625

100 titres vendus liquident 100 achetés. Le spéculateur n'est plus acheteur que de 100 titres.

— 670 — — — Gain + 10625

— 675 — — — + 11125

— 680, Vente 150 (Vente à découvert de 50 titres.) — + 11625

Cette nouvelle vente de 100 titres compense l'achat de 100 restants. Mais en hausse le spéculateur est à découvert sur 50 titres vendus et non liquidés.

A 685 — — — Gain + 11375

— 690 — — — + 11125

— 695 — — — + 10875

— 700 — — — + 10625

— 710 — — — + 10125

= 715 — — — + 9875

— 720 — — — + 9625

— 725 — — —

A 728, Achat, 50, liquidé, — + 9225

La position est liquidée maintenant en hausse, en raison d'un achat de 50 titres qui compensent les 50 vendus précédemment à découvert.

L'échelle de la position du spéculateur est telle, maintenant, qu'elle ne comporte aucune zone de perte; le bénéfice, il est vrai, sera plus ou moins important suivant que la réponse se fera sur un cours plus ou moins élevé et transformera en ferme une plus ou moins grande quantité d'opérations conditionnelles: On dit alors, en terme de Bourse, que l'échelle est « bouclée ».

On voit par ces deux exemples les résultats que le spéculateur adroit peut obtenir avec le marché à primes, s'il sait saisir l'occasion favorable, écart tendu, demande ou offre exagérées de primes, découvert et vendeurs poursuivis, etc... « L'Echellier, dit Milles (1), tourne et retourne son échelle, comme le meunier son moulin, selon que le vent est en hausse ou en baisse. »

Les Marchés à primes sont très peu connus, et même, dans le monde de la Bourse, beaucoup ignorent presque tout de leur technique.

A l'exclusion même de toute pensée de spéculation, de nombreux capitalistes pourraient en toute sécurité mettre en portefeuille des titres négociables à terme, et vendre régulièrement à échéance, de deux en deux mois, une quantité égale de primes à celle de titres possédés par eux. Cette opération qui ne comporte aucun risque et contribue à augmenter dans de notables proportions les revenus d'un titre, est cependant à peu près inconnue des rentiers.

(1) Milles (R.), *op. c.*, p. 220.

HUITIÈME PARTIE

COUVERTURES ⁽¹⁾

1^o **Définition.** — Les agents de change exigent, à titre de garantie, des spéculateurs qui font des opérations à terme ferme ou à primes, le versement d'une somme appelée couverture et proportionnée à l'importance du capital engagé dans la transaction.

Le décret du 7 octobre 1890 s'exprime ainsi :

Art. 61. — L'agent de change est en droit d'exiger, avant d'accepter un ordre, et sauf à faire compte à l'échéance, la remise d'une couverture.

Lorsque cette couverture consiste en valeurs, l'agent de change a le droit de les aliéner, c'est-à-dire de les vendre et de s'en appliquer le prix faute de livraison ou de paiement à l'échéance par le donneur d'ordre.

Art. 62. — Lorsque le donneur d'ordre s'est réservé la faculté d'abandonner le marché moyennant une prime, la couverture exigée ne peut être supérieure au montant de la prime plus le courtage, sauf à l'agent de change à exiger qu'il lui soit remis le jour de la réponse et dans un délai déterminé avant l'heure fixée, comme il est dit à l'article 64, un supplément de couverture. Faute par le donneur d'ordre de satisfaire à cette demande, l'agent de change est en droit de liquider l'opération à l'expiration du délai imparti au donneur d'ordre.

Art. 64. — Les règlements prévus à l'article 83 fixent les jours et les heures auxquels les déclarations de consolidation ou d'abandon des marchés à primes doivent intervenir.

(1) Bozerian, *op. c.*, p. 97

Du moment où le marché est consolidé, la couverture est, sous réserve des dispositions prévues à l'article 62, soumise à toutes les règles des négociations fermes.

La couverture prend le nom quelquefois de *provision*, *marge* ou *acompte*. Dans l'esprit de l'agent de change ou du banquier, elle est destinée à parer aux risques résultant des variations imprévues de la valeur garantie et doit suffire à compenser la perte que l'intermédiaire, à la suite d'une défaillance de son client, pourrait subir s'il était obligé de liquider la position de ce dernier. Aussi est-il maître d'apprécier l'importance de la couverture exigée, qui varie avec l'importance du risque couru : nature du titre, importance de la valeur, époques troublées, etc..., et de réclamer un versement supplémentaire dès qu'elle est entamée en raison d'une fluctuation de la valeur à la hausse ou à la baisse. La couverture doit toujours représenter 25 % au moins du capital engagé.

2° Couvertures pour achats à primes. — L'acheteur de primes, dont le risque maximum de perte est limité à la prime, sera tenu de fournir une couverture égale à l'importance de la prime et aux divers frais de courtages, d'impôt et de timbre. Mais dès la réponse des primes, au moment où l'opération conditionnelle est consolidée et devient ferme, elle est soumise aux dispositions prévues à l'article 62 : l'agent de change exigera qu'il lui soit remis un supplément de couverture proportionné à l'importance de la négociation ferme.

3° Couvertures pour opérations à risques illimités. — *Ventes de primes à découvert.* — Le vendeur limite son bénéfice à la prime en cas de baisse, mais, en hausse, sa perte peut être illimitée. La couverture ici est égale à celle exigée pour les opérations ferme.

Ventes de primes sur titres en portefeuille. — Les valeurs en portefeuille sur lesquelles sont vendues des primes, servent de couverture à ces ventes.

Ventes de primes combinées avec un achat ferme en quantité égale ou supérieure. — Cette opération comporte un risque de perte illimitée en baisse en raison de l'achat ferme ; la couverture

demandée est en raison de l'importance des achats, mais non des ventes à primes qui en baisse sont abandonnées et en hausse liquidées.

Ventes de grosses primes contre achat de petites en quantité égale ou supérieure. — Le risque de perte maximum est égal à la différence entre l'achat et la vente, la couverture demandée ne sera donc pas supérieure à cet écart, sauf si la somme des primes achetées en quantité supérieure est plus grande que cet écart, dans ce cas la couverture sera au moins égale à cette somme.

Ventes de grosses primes contre achat de petites primes en quantité inférieure. — Les ventes à découvert devront être couvertes comme des opérations ferme.

Vente de petites primes contre achat de grosses primes en quantité égale ou supérieure. — La couverture demandée est égale à la somme des primes achetées.

Vente de petites primes contre achat de grosses primes en quantité inférieure. — La couverture exigée est égale aux ventes de primes à découvert.

4° Couvertures pour opérations à risques limités.

— *Ventes ferme contre achats à primes en quantité égale ou supérieure.* — Le risque de perte est limité à la différence entre les ventes et les achats ; la couverture sera donc égale à cet écart.

Ventes ferme contre achats à primes en quantité supérieure. — La perte maximum est égale à l'écart entre les ventes ferme et le cours des pieds de primes augmenté de la somme des primes achetées. L'importance de la couverture devra donc être égale à la perte possible.

5° **Couvertures pour les Échelles de primes.** — Les Echelles de primes exigent le versement de sommes relativement importantes, en raison du grand nombre d'opérations qu'elles comportent ; le spéculateur ne saurait se baser sur la somme des provisions nécessaires à chacune des opérations comprises dans l'Echelle pour déterminer l'importance de la couverture, c'est le risque modifié à tout moment par les combinaisons des opérations entre elles, qui lui indiquera les garanties à donner à son intermédiaire.

NEUVIÈME PARTIE

COURTAGES ET IMPOTS PERÇUS SUR LES OPÉRATIONS DE BOURSE

1^o Courtages au Parquet. — Tarif du droit de courtage établi par la Chambre Syndicale, en exécution de l'article 38 du décret du 7 octobre 1890 et de l'article premier du décret du 25 août 1919.

Opérations à terme.

Rentes françaises.....	0 fr. 04 par 3 francs de rente 3 % ou par 3 fr.50 de rente 3 1/2 % ; 0 fr. 05 par 4 francs de rente 4 % ou par 4 fr.50 de rente 4 1/2 % ou par 5 fr. de rente 5 %.
------------------------	--

Rentes étrangères se négociant en capital ou en rentes :

Lorsque le cours est inférieur à 60 francs :	0 fr. 06 % du capital no- minal.
---	-------------------------------------

Dans les autres cas	0 fr. 10 % du montant de la négociation.
---------------------------	---

Actions et Obligations, lorsque le cours est inférieur à 200 francs.	0 fr. 25 par action ou obligation.
---	---------------------------------------

Actions et obligations, lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs.	0 fr. 50 par action ou obligation.
---	---------------------------------------

Actions et obligations, lorsque le cours est supérieur à 400 francs et toutes valeurs non dénommées ci-dessus.	0 fr. 125 % du montant de la négociation.
---	--

Opérations de report.

Rentes françaises.....	0 fr. 02 par quinzaine et par 3 francs de rente 3 % ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 % ; 0 fr. 025 par quinzaine et par 4 francs de rente 4 %, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 % ou 5 francs de rente 5 %.
Autres valeurs	1 fr. 80 % l'an du montant de la va- leur reportée, calculée d'après le cours de compensation pour les opérations donnant lieu à un report. 1 fr. 20 % l'an du montant de la va- leur reportée calculée comme ci-dessus pour les emplois de capitaux en report.

Dispositions spéciales pour les opérations à Terme.

Pour les valeurs non entièrement libérées, les maxima indiqués ci-dessus sont réduits proportionnellement à la partie non versée.

2° Courtages en coulisse. — Tarif des courtages fixé par la Chambre Syndicale des Banquiers en valeurs au comptant en date du 4 novembre 1918.

	Courtage Fr.
<i>Valeurs se négociant en pour cent.</i>	
Minimum par bordereau	1,
Sur le montant net du bordereau.	4,0/00

					Courtage par titre Fr.
<i>Négociation des autres valeurs.</i>					
au-dessus de	0 à	25 inclus	...		0,25
—	25 à	75 —	...		0,50
—	75 à	150 —	...		1
—	150 à	250 —	...		1,50
—	250 à	350 —	...		2
—	350 à	500 —	...		2,50
—	500 à	650 —	...		3
—	650 à	800 —	...		3,50
—	800 à	1000 —	...		4
—	1000	.....			4,0/00

Ces courtages sont perçus sur chaque opération achat et vente, et sans par contre.

TARIF DU DROIT DE TIMBRE

Perçu au profit de l'Etat sur les Opérations de Bourse

(Lois des 28 avril 1893, 28 décembre 1895,
31 décembre 1907, 15 juillet 1914 et 25 juin 1920).

Sur toute opération d'achat ou de vente au comptant ou à terme :

Pour la rente française : 0,0125‰ ou fraction de mille francs du montant de la négociation ;

Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères) : 0,30‰ ou fraction de mille francs du montant de la négociation.

Sur les opérations de Report :

Pour la rente française : 0,00625‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation ;

Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères) : 0,10‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation.

Sur les opérations faites à l'Etranger :

0,60‰ ou fraction de mille francs sur le montant de l'achat ou de la vente.

Dispositions diverses ;

Le droit étant établi par 1000 francs ou fraction de 1000 francs, le montant de la perception ne peut être inférieur au taux même du droit ou à ses multiples.

Toute fraction de centime dans la liquidation du droit donne lieu à la perception du centime entier.

Pour les valeurs non libérées, le droit est calculé sur le montant de la négociation, déduction faite du non versé.

Pour les opérations à primes, le droit n'est perçu, en cas d'abandon du marché, que sur le montant de la prime abandonnée.

Les opérations d'escompte ou de compensation ne donnent lieu à la perception d'aucun droit.

LIVRE II

MARCHÉ DE LONDRES

INTRODUCTION

L'organisation du Marché des Valeurs à Londres ou « Stock Exchange » (1) diffère sur de nombreux points de celle de la Bourse de Paris.

Le Stock Exchange, appelé aussi Marché de « Capel Court », est une institution ayant des règlements qui lui sont propres, et sur laquelle le Gouvernement n'a aucun contrôle spécial. L'entrée en est rigoureusement interdite au public.

Les Membres du Stock Exchange se divisent en deux groupes : les « Jobbers » ou « dealers », d'une part, et les « Brokers » d'autre part,

1^o Les Jobbers sont des banquiers qui n'ont aucun rapport avec le public ; ils achètent et vendent pour leur propre compte et ne prennent aucun courtage : ce sont des capitalistes spéculateurs, ou négociants en titres.

2^o Les Brokers servent d'intermédiaires entre le public qui ne peut pas entrer au Stock Exchange et les Jobbers ; ce sont des courtiers.

Le courtier ou le broker ayant à acheter ou à vendre s'adresse à un Jobber, et lui demande de fixer un prix : « to make a price ». Ce dernier lui donne deux prix, celui auquel il est acheteur, et celui auquel il est vendeur : l'écart entre

(1) Jacques Armagnac, p. 178, 191 et s. — Chevilliard, *The Stock Exchange*. Paris, Boyveau et Chevillet, 1904. — Boudon, *La Bourse Anglaise*, Pedone, 1898. — Jobit, Ministre des Finances, *op. c.* — Castelli, *Traité des opérations à primes à Londres*, Paris, 1882. — Canon, *op. c.* — Labhart (Th.), *Guide pratique de la Bourse de Londres*, Rousseau, 1909. — Deutsch, *Arbitrages et parités*. — Christophe, *op. c.* — Courtois Vidal, *op. c.* — Milles (R.), *op. c.*, p. 548 et s. — Bagehot, *Lombard Street*, Germer Baillière, 1874. — Francis (J.), *La Bourse de Londres*, Renouard, Editeur, 1833. — Poley Gould, *The history law and practice of the Stock Exchange*, London, Pitman and Sons, 1911.

Schwabe Walter, *Stock Exchange*, London, Wilson 1915. — Hirst Francis, *The Stock Exchange*, Williams and Norgate. — London, *Rationale (the) of market fluctuations by a City Editor*, Effingham Wilson, London, 1876

les deux prix s'appelle le « Turn of market » et constitue son bénéfice.

La plupart du temps, le dealer n'a pas la valeur qu'il vient de vendre au broker ; il aura donc à se la procurer pendant l'intervalle de la liquidation, afin de balancer ses achats et ses ventes pour le jour du règlement.

C'est ce qui explique l'écart souvent considérable qui existe entre le prix d'achat et le prix de vente de certaines valeurs, essentiellement spéculatives, et sujettes, en conséquence, à de brusques fluctuations.

1^o Opérations au comptant. — Les affaires au comptant (cash) constituent l'exception. On n'échange guère sous cette forme que les fonds consolidés ou coloniaux ; de plus, ces opérations se traitent à un cours moins avantageux que celui que l'on pourrait obtenir pour la liquidation courante ; la forme même des transactions du Stock Exchange exclut la possibilité du comptant proprement dit, puisque le dealer achetant ce dont il n'a pas besoin, et vendant ce qu'il n'a pas, compte sur l'intervalle entre deux liquidations pour balancer ses opérations, en ne vendant ou en rachetant.

« Le public anglais a pris l'habitude d'opérer toujours à *échéance de liquid.* : ce système est préférable au nôtre, qui complique la cote d'une double inscription au comptant et à terme (1). »

2^o Opérations à terme ferme. — Les usages du Stock Exchange diffèrent des nôtres sur deux points essentiels en ce qui concerne les opérations à terme ferme :

a) La réglementation des coupures négociables à terme n'existe pas. On peut vendre ou acheter à terme n'importe quelle quantité de titres.

b) Les marchés peuvent être conclus à la plus prochaine liquidation, mais aussi à des liquidations plus lointaines.

En l'absence de toute convention, leur exécution est fixée à la liquidation en cours.

3^o Opérations à primes. — Les primes prennent à Londres le nom d'*options* ou « option money ».

A Paris, nous ne connaissons que les marchés à primes

(1) Milles (R.), *op. c.*, p. 548.

pour lever qui comportent, en faveur de l'acheteur de primes, le droit de maintenir le marché, en restant acheteur, ou de le résilier ; à Londres, plus variés et plus nombreux, les marchés conditionnels peuvent porter :

a) *Soit sur l'exécution même de la convention.* — L'acheteur du call et celui du put acquièrent le droit, le premier de lever les titres achetés, le second de livrer les titres vendus sous condition, ou bien tous deux de résilier le marché ;

b) *Soit sur l'objet de la convention.* — L'acheteur du call *of more* a le droit de lever, celui du put *of more* de livrer une quantité égale ou supérieure de titres à celle achetée ou vendue ;

c) *Soit sur le mode d'exécution de la convention.* — Celui qui achète l'option put and call peut se porter soit vendeur, soit acheteur au moment de la réponse à un cours donné, moyennant le paiement d'une prime égale à la somme du put et du call.

TITRE PREMIER

DIFFÉRENCE ENTRE LES MARCHÉS A PRIMES DE LONDRES ET DE PARIS

Les marchés à options diffèrent encore sur un certain nombre de points de ceux pratiqués à Paris :

1^o Quotités des options arbitraires. — Nous avons vu qu'à Paris le nombre des primes était limité à une quinzaine et que le spéculateur ne pouvait vendre ou acheter que les primes couramment adoptées.

Au Stock Exchange, au contraire, l'option est déterminée par le spéculateur en raison de l'échéance, de l'importance de la valeur et de la possibilité de ses fluctuations, et se présente souvent sous la forme d'une fraction et non d'un chiffre rond.

Ex. : Rio cote ferme 30 £.

Achat Rio 30 £. : Call 2 £ : opération qui correspond à Paris, si la £ vaut 60 francs, à l'achat du Rio à prime : 1920/120, si celui-ci cote ferme 1800 francs.

L'option s'exprime :

a) En £, en Sh., en d. ou fractions pour les valeurs industrielles ;

b) En tant pour cent (%) pour les fonds d'Etat et Chemins de fer américains.

2^o Une seule option d'importance donnée sur une même valeur. — A Paris il se traite sur une même valeur et au même moment plusieurs primes d'importance variable et à des cours d'autant plus élevés que la prime est plus petite.

Ex. : Pathé cote 630/40, 645/20, 670/10.

Au Stock Exchange, sur le même titre, et à un instant

donné, il ne peut être acheté ou vendu qu'une seule quotité d'option et d'importance donnée :

Ex. : Rio 30 £. : Call 2 £.

Ceci s'explique par le mode de cotation des options adopté à Londres : en effet, celles-ci sont négociées séparément du ferme ; le spéculateur n'a donc pas le moyen, comme à Paris, de vendre ou d'acheter aussi à un cours plus élevé de plus petites ou plus grosses primes, c'est-à-dire, en diminuant son bénéfice en baisse, de réduire aussi ses risques de perte en hausse, ou inversement.

3° Absence d'écart de prime. — Le marché à option comporte deux opérations :

Une ferme ; c'est l'achat ou la vente de l'option proprement dite, puisque l'acheteur ou le vendeur, dès la conclusion du marché, en est débité ou crédité quel que soit, par la suite, le cours de réponse ;

La deuxième, conditionnelle, dont la résiliation ou le maintien dépendra du cours de réponse.

Notre marché à prime comporte un cours spécial pour les primes d'autant plus élevé que l'échéance est plus lointaine, la prime, plus petite, et la valeur plus importante ; cette différence entre les cours des primes et le ferme appelée Ecart n'existe pas dans les marchés à option : il n'y a pas de cours de primes, l'option ajoutée au cours du ferme, correspondrait si on veut à notre cours de la prime :

Ex. : A. Rio : 30 £. : Call 2 £., correspond à A. 32/2.

Le facteur variable est l'option, qui augmente à mesure que la valeur a plus d'importance, et que l'échéance du marché est plus éloignée ; en un mot, que les possibilités de fluctuations du titre sont plus grandes.

Nos opérations à primes seraient par la forme semblables aux opérations à options, si l'importance de la prime était exactement égale à l'écart, ce qui arrive fréquemment : on dit alors que la prime « est collée ». Rio cote 1800 et 1840/40.

4° L'option est plus lourde que la prime. — Tandis que, dans les marchés à options, le seul facteur variable est la prime, dans les marchés à primes, l'écart et la prime varient, l'un augmentant quand l'autre diminue et réciproquement.

En baisse, le gain du vendeur d'option est représenté

par l'importance de cette option, et celui du vendeur de prime par la prime.

Lorsqu'il réduit son bénéfice en baisse, en vendant une petite prime, le spéculateur français a également le moyen de diminuer ses possibilités de perte en hausse en vendant la prime à un cours plus élevé; le spéculateur à Londres ne peut vendre sur une même valeur qu'une seule option d'importance donnée et au même cours que le ferme, donc sans écart. Les risques de perte augmentant en hausse pour le spéculateur, il importe que l'option vendue qui représente son bénéfice en baisse, doit être plus grosse. Il s'ensuit que, toutes choses égales d'ailleurs, l'option doit être, en général, plus lourde que la prime seule puisque dans l'esprit du vendeur ou de l'acheteur l'*option*, d'une part, et la *prime* et l'*écart* d'autre part, offrent des chances égales de gain ou de perte. Ce fait peut être facilement vérifié par la lecture de deux cotes anglaises et françaises de la même valeur.

Ex. : Eagle 2 £. : Call 5/sh à échéance de deux mois à Londres.

— 140 fr. : Prime pour lever 170/10 à échéance de deux mois à Paris.

5° **Echéances plus éloignées.** — Les opérations à primes sur le marché officiel à Paris ne peuvent pas être conclues à une échéance dépassant la cinquième liquidation, donc 2 mois et demi au maximum.

En coulisse, les échéances vont jusqu'à cinq mois, six mois; à Londres, les marchés à options peuvent se conclure à terme de cinq, huit mois et quelquefois un an.

6° **Cotation différente.** — De même que pour le ferme, les dealers cotent un prix d'achat et un prix de vente pour les options. Ex. : 15 Déc. 1903. Option call :

	Fin Janvier	Fin Février	Fin Mars
Rio.....	1 — 1 1/4	1 1/4 — 1 1/2	1 5/8 — 1 7/8
De Beers.	1/4 — 3/8	3/8 — 1/2	9/16 — 11/16
Chartered.	1/8	3/16	1/4
East Rand.	3/16 — 5/16	1/4 — 3/8	3/8 — 1/2

TITRE II

DIVERSES CATÉGORIES D'OPTIONS DU MARCHÉ DE LONDRES

CHAPITRE PREMIER

CALL OU PRIME POUR LEVER

1° **Acheteur de Call** (Take for the Call). — Le *Call* correspond à la prime traitée à Paris, ou prime pour lever : le spéculateur, au lieu d'acheter ferme, se porte acheteur conditionnel, moyennant le paiement d'une prime dite *Call* qui lui donnera le droit de maintenir ou de résilier son opération conditionnelle, suivant que le cours de réponse lui sera favorable ou non.

En fait, à Londres, comme à Paris, le spéculateur se réserve un droit de résiliation en achetant à un cours plus élevé que le ferme. La différence entre les deux cours représente à Londres le prix du *Call*, à Paris de la *prime seule*, mais plus souvent de la *prime* et de *l'écart*. Le gain de l'acheteur commence à Londres au-dessus du cours du ferme auquel on ajoute le *Call*, et, à Paris, au-dessus du cours de la prime :

Ex. : A¹. Rio : 30 £. : Call 2 £ (1); opération qui peut être représentée sous cette forme : A. 32/2 à Paris.

L'acheteur est toujours débité du *Call*, donc : 2 £.

Réponse au-dessus de 32 £. — La prime est levée et l'opéra-

(1) Afin de simplifier les calculs nous avons, dans nos exemples sur le marché de Londres, conservé aux abréviations A¹, A², V¹, V² la signification qu'elles avaient à la Bourse de Paris et représentent ici au lieu de 25, 50 titres, comme termes de comparaison par rapport à l'unité négociée, une quantité double, triple. Car la réglementation relative aux quantités minima de spéculation n'existe pas au Stock Exchange.

tion conditionnelle devenue ferme est liquidée par une vente ferme.

Réponse au-dessous de 30 £. — Le call est abandonné, le spéculateur n'a plus intérêt à maintenir son opération, puisqu'il perdrait au-dessous du cours de 30 £ une somme plus forte que le call.

Réponse entre 30 et 32 £. — L'acheteur doit lever le call et maintenir son opération. En revendant ferme, il réalisera un bénéfice qui compensera en partie la perte résultant de l'abandon du call.

Prime levée, Vente ferme (fig. 22).

Ex. : A. De Beers 16 £..... Call 1 £.

Réponse à 18 £, l'option call est levée, V à 18 £. Bénéfice + 1 £.

Réalisation graduelle en hausse.

A 100 De Beers 16 £..... Call 1 £ :

Hausse : 1^{er} décembre, V. 50 De Beers, 17 £ Bénéf. 0

15 décembre, V. 50 De Beers, 19 £. + 4 £.

Perte de la Prime.

A. De Beers, 16 £. : Call 1 £.

Réponse à 15 £ : abandon de la prime : perte — 1 £.

Heureux résultat d'un achat du call.

A. De Beers 16 £ : Call 1 £.

Hausse : V ferme 15 décembre : 18 £.

Baisse : A ferme 25 décembre : 15 £.

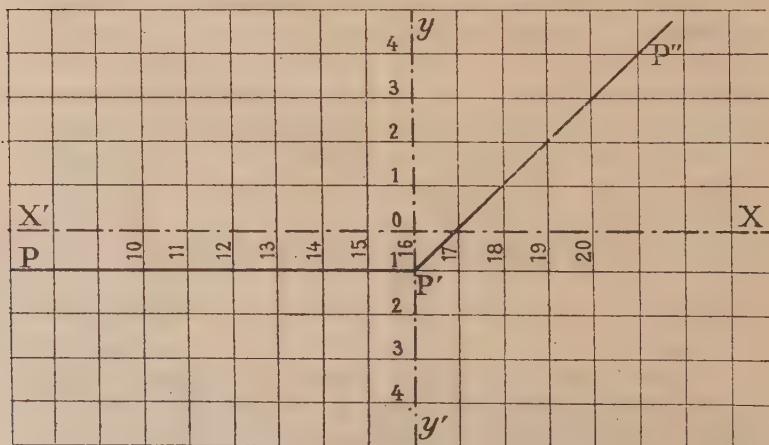


FIGURE 22.

Réponse à 16 £ la prime est abandonnée.

Bénéfice + 3 £ — 1 £. Call = + 2 £.

Achat d'un call, achat en baisse, vente en hausse, prime abandonnée.

A. 50 De Beers, 16 £ : Call 1 £.

Baisse : A¹ 25, à 12 £. $\left\{ \begin{array}{l} \text{Bénéfice 6 £ — 2 £. Call = + 4 £} \\ \text{Hausse : V¹ 25, à 18 £.} \end{array} \right.$

Réponse à 15 £ : prime abandonnée.

2^o **Vendeur de Call** (Pay for the call). — Le vendeur de call est dans la même position que notre vendeur de prime, il bénéficie du call qui est abandonné si la réponse se fait au-dessous du pied de la prime, qui, à Londres, est toujours représenté par le cours du ferme du jour où l'opération est conclue et encourt des risques de perte illimités, s'il est « enlevé », c'est-à-dire si la réponse se fait au-dessus du cours du ferme auquel on a ajouté l'option.

De même que cette opération est excessivement dangereuse pour le vendeur de call à découvert, de même, elle offre de grandes chances de succès si ce dernier a acheté ferme en même temps ou possède en portefeuille les titres sur lesquels il a vendu le call.

Vendeur de prime à découvert. — Cette opération est dangereuse plus encore à Londres qu'à Paris, puisque si le bénéfice est plus grand en baisse en raison du call abandonné, le vendeur à découvert risque d'être plus tôt débordé en hausse, parce qu'il n'y a pas d'écart (fig. 23).

Ex. : V. De Beers 16 £ : Call 1 £ :

Réponse 16 £ Gain + 1 £.

— 17 £ Gain 0

— 18 £ Perte — 1 £.

au-dessus perte croissante et illimitée.

Achat ferme c/ vente de l'option call, « simultanés », « liés ».

Ex. : A. 16 £. - V. 16 £ : Call 1 £.

En baisse : le call de 1 £ vendu vient en déduction de la perte subie sur l'achat ferme.

En hausse : la vente du call levée liquide l'achat ferme : bénéfice égal à la différence entre les deux opérations.

Echelle : A. 15 £ V. 16 £. : Bénéfice + 1 £.

La vente de l'option call sur des titres en portefeuille est une opération classique, faite par les rentiers possédant un certain nombre de valeurs qui font l'objet de négociations à primes ; elle consiste à vendre une quantité de primes pour lever égale à celle des titres en portefeuille, de telle sorte qu'en hausse, les primes étant levées, les titres se trouvent être vendus à un cours avantageux, et qu'en baisse les primes abandonnées et encaissées par le rentier diminuent d'autant la perte résultant de la moins-value subie par ses titres.

Acheteur et vendeur de Call réalisent tous deux un bénéfice.

A. 16 £ : Call 1 £.

V. 16 £ : Call 1 £.

L'acheteur vend à 18 £ en hausse et rachète en baisse à 15 £ ;

Bénéfice $+ 3 \text{ £} - 1 \text{ £ Call} = + 2 \text{ £}$.

Prime abandonnée :

Le vendeur de call, lui, encaisse la prime de 1 £ abandonnée.

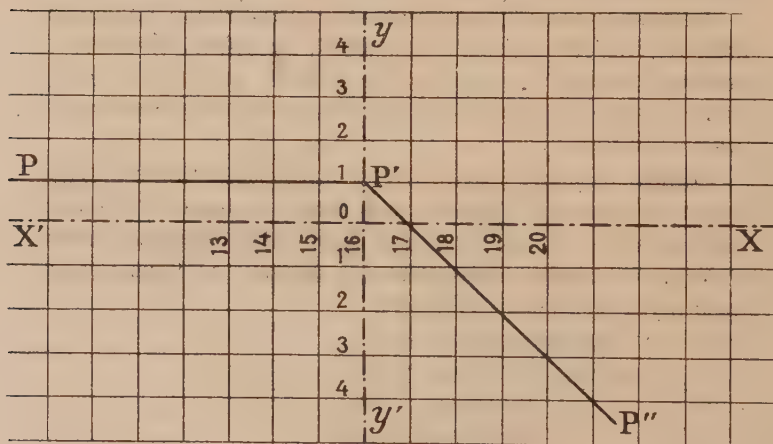


FIGURE 23.

CHAPITRE II

PUT

1^o **Acheteur de put.** — Le put est une option dont nous ne trouvons aucun équivalent à Paris, du moins au marché officiel, car le stellage connu en coulisse est sensiblement la combinaison d'un put et d'un call.

Le spéculateur croyant à la baisse vend des titres, mais ne voulant pas courir les risques de perte résultant de la hausse, achète en même temps l'*option put*, moyennant le paiement de laquelle, il acquiert le droit, au moment de la réponse, soit de résilier son marché, si les cours de la valeur ont monté, soit, au contraire, de maintenir sa vente conditionnelle, et de livrer en conséquence les titres à son acheteur.

Moyennant le sacrifice préalable d'une prime, le spéculateur peut en baisse faire un bénéfice illimité, tout en se garantissant contre tout risque de perte en hausse.

L'acheteur du put est un vendeur conditionnel qui en hausse ne peut perdre que le prix de l'option, et qui en baisse peut réaliser un gain illimité.

Prime levée. — Achat ferme (fig. 24).

A. De Beers 16 £ : Put 1 £. — Le put venant en déduction du prix de vente ramène ce dernier à 15 £. Le spéculateur est donc vendeur conditionnel à 15 £. Au-dessus de ce cours il lève ; au-dessous il abandonne son marché.

Réponse à 14 £. La prime est levée, la vente conditionnelle devient ferme. Rachat ferme à ce cours : Bénéfice + 1 £.

Prime abandonnée. — Réponse à 17 £. Le spéculateur n'a plus intérêt à racheter, puisque sa perte serait supérieure à sa mise, c'est-à-dire au put. Il résilie donc sa vente. Perte — 1 £.

Réalisation graduelle en baisse.

A. 100 De Beers, 16 £ : Put 1 £.

Baisse : 1^{er} déc. 14 £. A. ferme 50. Bénéfice 2 £.

Baisse : 15 déc. 12 £. A. ferme 50. Bénéfice 6 £.

Prime abandonnée. Bénéfice total 8 £.

Heureux résultat de l'achat d'un put.

1^{er} déc. A. 100 De Beers 16 £; Put 1 £.

Hausse : 4 déc. 18 £. V. ferme 50 } Bénéfice + 8 £.
Baisse : 14 déc. 14 £. A. ferme 50 }

Réponse à 12 £, prime levée.

A. ferme 100 De Beers B. + 16 £ - 4 £. Put = + 12 £.

Bénéfice total 20 £.

Achat d'un put, achat en baisse, vente en hausse.

9 déc. A. 100. De Beers 16 £. Put 1 £.

2 déc. A. 50, 14 £. ferme.

Baisse : A. 50 à 12 £. B. + 12 £ - 4 £ put = B. + 8 £.

Hausse : V. 50 à 16 £. B. + 4 £ - 4 £ put = 0.

Achat du put pour s'assurer un bénéfice ou se garantir contre une perte.

A. 100 De Beers 16 £. ferme.

A. 100 De Beers 16 £. Put 1 £.

Hausse : Put abandonné.

V. 100 à 18 £. B. + 8 £ - 4 £. Put = B. + 4 £.

Baisse : Put est levé et liquide l'achat ferme, Perte : - 4 £.

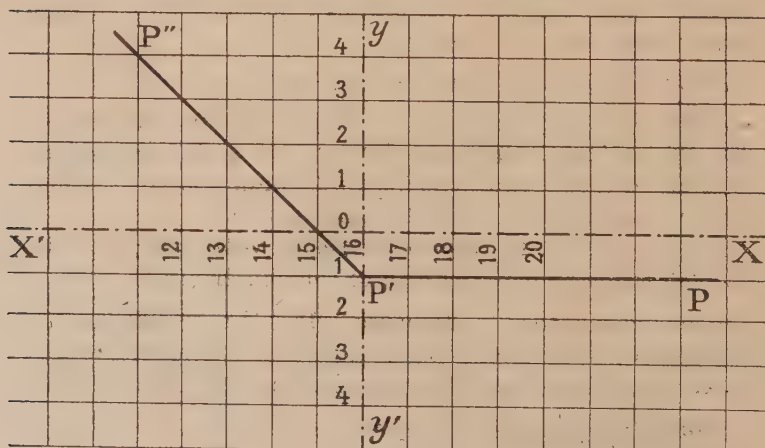


FIGURE 24.

2° Vendeur de put. — Le vendeur de *put* à découvert court en baisse les mêmes risques que le vendeur de *call* en hausse. C'est un acheteur éventuel qui se verra obligé par le preneur de l'option d'accepter la livraison de titres dont la valeur actuelle est inférieure au prix qu'il doit payer.

Ex. : V. 100. De Beers 16 £ : Put 1 £ (fig. 25).

Au-dessus du cours de 16 £, l'option est abandonnée, et le bénéfice du vendeur reste toujours égal à cette option.

Au-dessous du cours de 16 £, sa perte va croissant, puisque devant toujours payer 16 £, il n'encaissera que l'option : 1 £ et se verra obligé de recevoir en baisse des titres de valeur moindre.

Mais le vendeur de put peut être préalablement couvert s'il fait une vente ferme simultanément.

Vendeur ferme. — Vendeur de put.

Ex. : V. Rio 16 £. Put 1 £.

V. Rio 16 £ ferme.

En hausse : Le put est abandonné : gain + 1 £ qui vient en déduction de la perte subie sur la vente ferme. — Perte sur la vente ferme au-dessus de 17 £.

En baisse. Le put est levé, le spéculateur devient acheteur ferme et l'opération de vente se trouve liquidée. Bénéfice + 1 £.

L'acheteur et le vendeur de put font tous deux un bénéfice.

A. 16 £. Put 1 £.

Baisse : achat ferme à 13 £. }
Hausse : vente ferme à 18 £. } B. + 5 £.

Réponse à 14 £, abandon du put — 1 £ = B. total + 4 £.

Le vendeur de put, lui, encaisse le put : B. + 1 £.

Achat ferme contre achat de put. — Couverture en baisse. — Cette opération donne en baisse le même résultat que la vente ferme contre achat à prime en hausse :

A. 16 £. ferme.

A. 16 £. Put 1 £.

Hausse : Perte du put, gain sur achat ferme, le bénéfice commence à partir du cours de 17 £.

Baisse : L'achat du put est levé et liquide l'achat ferme. Perte — 1 £.

L'achat d'un put garantit le spéculateur contre tout risque de baisse, tout en lui laissant la possibilité de réaliser un bénéfice illimité sur l'achat ferme, en hausse.

Achat ferme contre achat d'un put en quantité double. — Cette opération correspond à notre vente ferme contre achat du double à prime.

A. 50 16 £. ferme.

A. 100 16 £. Put 1 £.

Hausse : Perte de 100 put qui augmentent d'autant le prix d'achat du ferme. — Au-dessus de 18 £ bénéfice sur l'achat ferme.

En baisse : A. ferme de 50 titres liquide une vente devenue ferme de 50 titres, puisque le put est levé : A. 50 à 16 £ liquide V. 50 à 16 £. — Perte du put — 1 £.

Les 50 autres titres ferme restants, gagneront en baisse au-dessous du cours de 14 £.

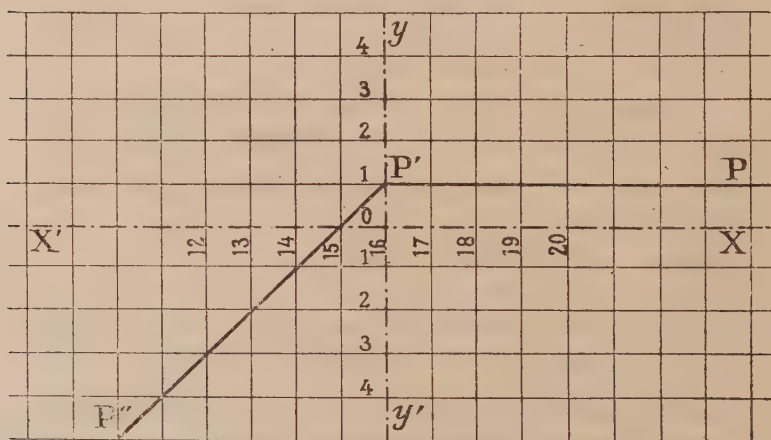


FIGURE 25.

APPENDICE I

a) *Wide price options call* ou *primes à un prix plus élevé.* — Dans les marchés à options, l'option ou la prime est achetée ou vendue séparément : il n'y a donc pas de cours de primes.

Cependant certaines options dites « *wide price options* »

plus petites que les options ordinaires se négocient à un cours d'autant plus élevé que l'option est plus petite ; la différence entre le cours du ferme et le cours de la wide price option s'appelle *écart*. En un mot, les wide price options correspondent exactement à la prime française, et se cotent sous les mêmes formes. Nous retrouverons le *cours de la prime* ou de l'*option*, l'*écart* et le *pied de la prime*.

Ex. : Rio 30 £. 33 £ call 1 £ ou 33/1 Pied 32 £.
 34 £ — 1/2 £ — 34/1 — 33 £. 1/2
 36 £ — 5 sh. — 36/5 sh. — 35 £. 15 sh.

b) *Wide price options put*. — Il existe en sens inverse des wide price options put, qui se traitent à un cours bien au-dessous du ferme, appelé « cours des wide price options put ». La différence entre ce cours et le ferme est égale au put et comporte un écart d'autant plus grand que le put est plus petit, l'échéance plus éloignée et la valeur plus importante.

Dans l'exemple ci-dessus on coterait sur le Rio ferme à 50 £.

27 £. Put 1 £. Pied 28 £.
 26 £. — 1/2 £. — 26 £. 1/2
 24 £. — 5 sh. — 24 £.

La possibilité de vendre ou d'acheter des wide price options donne une grande amplitude au marché, car il est un fait reconnu que la hardiesse et la témérité des spéculateurs augmentent à mesure que la perte initiale pour l'acheteur diminue, bien que diminuent également et dans les mêmes proportions ses possibilités de gain.

APPENDICE II

Différence de prix entre le Call et le Put. — Le prix de l'option call augmente à mesure que l'échéance s'éloigne, parce que les possibilités de fluctuations à la hausse, donc de gain, augmentent pour l'acheteur, mais encore en raison de l'importance du *Contango* ou des *reports* supposés payés par l'acheteur conditionnel à chacune des liquidations comprises entre l'instant où le marché est conclu et la réponse, et qui viennent s'ajouter au prix du call ; il est vrai qu'il peut se produire des déports sur la valeur dans l'intervalle, mais le cas est rare.

Le prix de l'option put augmente à mesure que l'échéance s'éloigne parce que les possibilités de fluctuations à la baisse, donc de gain, augmentent pour l'acheteur, mais les reports payés au vendeur conditionnel à chaque liquidation qui précède l'échéance viennent en déduction du prix du put ; il est vrai qu'un déport augmenterait le prix du put, mais le cas est rare aussi.

Donc toutes choses égales d'ailleurs, l'option call doit être plus chère que l'option put, et son prix doit encore augmenter à mesure que l'échéance du marché s'éloigne, et que le nombre des liquidations qui précèdent la réponse est plus grand.

Ex. : Rio cote ferme 30 £ : Report $1/4$.

Rio cotant 30 £	call.	cotera $1 \frac{1}{4}$	} si une liquidation
—	put.	— $1 \frac{1}{4}$	
—	call.	— $1 \frac{1}{2}$	} si deux liquidations
—	put.	— 1	
—	call.	— $1 \frac{3}{4}$	} si trois liquidations
—	put.	— $\frac{3}{4}$	

Etc...; en un mot la prime acheteur est majorée du « contango » ou report et la prime vendeur en est diminuée.

CHAPITRE III

PUT AND CALL

(*Double option.*)

1^o **Définition.** — L'option *put and call* qui est parmi les combinaisons à prime classiques, la plus connue, n'est autre chose que la réunion des deux options put et call.

Elle donne d'ailleurs les mêmes résultats que l'achat ou la vente séparés de ces deux options ; mais afin que la simultanéité des deux opérations soit assurée, ce qui serait quelquefois difficile, le marché de Londres a créé l'opération indivisible Put and Call (ou Pac) qui ne comporte qu'un seul ordre d'achat ou de vente ; le prix de cette option est le double d'une option simple ou la somme du put and call. Le spéculateur acheteur de Pac qui a deux primes dirigées en sens inverse, le *put à la baisse*, le *call à la hausse*, opte pour celle qui lui est le plus favorable lors de la réponse ; il lève donc le call si les cours sont en hausse, en abandonnant le put, ou, réciproquement, il lève le put et abandonne le call si la réponse se fait en baisse.

Dans le premier cas, il se porte acheteur ferme ; le put abandonné et le call levé viennent en déduction du bénéfice réalisé sur l'achat.

On dit alors que le P. a. c. acheteur est en bénéfice au-dessus du cours du ferme auquel on a ajouté les deux options.

Dans le second cas en baisse, il se porte vendeur, le put est levé et le call abandonné. Ces deux options payées viennent en déduction du bénéfice réalisé sur la vente en baisse.

On dit que le P. a. c. vendeur est en bénéfice au-dessous du cours du ferme diminué des deux options.

Si les cours sont restés stables, et si la réponse se fait exactement sur le ferme, le spéculateur abandonne les deux options. Il ne peut, en effet, réaliser de bénéfice sur le ferme ni à la hausse ni à la baisse ; s'il levait une option, il transfor-

merait son opération conditionnelle en achat ou vente ferme suivant qu'il opérerait pour le call ou le put. Il serait obligé de liquider ensuite ce ferme par une vente ou un achat, et de payer ainsi des courtages supplémentaires.

La perte maximum que peut subir l'acheteur du Pac est égale à la somme des deux options quand le cours de réponse vient se placer exactement sur le cours ferme du jour où l'opération est conclue, au-dessus et au-dessous de ce cours la perte va diminuant.

Exemple : A. Rio, 30 £ : Pac 2 £.

Réponse à 32 £. — Le spéculateur abandonne le put, lève le call et devient ainsi acheteur ferme.

L'achat à 30 £ est liquidé par une vente à 32 £. = B. + 2 £ dont il faut déduire le put et le call — 2 £. Résultat 0.

Réponse à 28 £. — Le call est abandonné, le put est levé, le spéculateur opte donc pour la vente ferme à 30 £.

Vente à 30 £ liquidée par un achat à 28 £. B. + 2 £, moins le put et le call — 2 £. Résultat 0.

Réponse à 30 £. — En levant le call, le spéculateur devient acheteur ferme à 30 £ et ne peut pas en se liquidant réaliser de bénéfice ; de plus, il doit payer le call et le put. Perte — 2 £.

En levant le put, il opte pour la vente à 30 £, et sa situation n'est pas meilleure ; de plus, il paie encore le put et le call. Perte — 2 £.

Il préférera abandonner simplement ces deux options et résilier ainsi les deux marchés.

Réponse à 31 £. — Le call est levé et le put abandonné. Achat ferme à 30 £ liquidé par vente ferme à 31 £. Bénéfice + 1 £ dont il faut déduire le put et le call. — 2 £.

Perte totale — 1 £.

26 + 2

Réponse à 29 £. — Le call est abandonné et le put levé. Vente ferme à 30 £ liquidée par achat ferme à 29 £. B. + 1 £, dont il faut déduire le put et le call — 2 £. Perte totale — 1 £.

28 V. 0

29 — 1

30 — 2

31 — 1

Réponse à 34 £. — Le call est levé. Achat ferme à 30 £ liquidé par vente ferme à 34 £. B. + 4 £, moins le put et le call — 2 £. Bénéfice total + 2 £.

32 A. 0

34 + 2

La zone de gain de cette opération est placée au-dessus 32 £ et au-dessous de 28 £ ; entre ces deux cours, la perte de plus ou moins grande et atteint son maximum au cours de 30 £.

2° Opérations correspondant sensiblement au P. a. c.

a) *Vente ferme c/ achat du double à prime ou du double « call ».*

Ex. : V¹ Rio 25 à 1.800, A² 50 à 1900/50
1850

En baisse : bénéfice au-dessous de 1700.

En hausse : bénéfice au-dessus de 2000. 1650 + 50

La zone de perte dans cette opération	1700	V ¹	0
est comprise entre le cours obtenu en	1800		— 100
baisse, quand on a déduit du ferme les	1850	A ²	— 150
deux primes achetées et celui obtenu en	1900		— 100
hausse quand on a ajouté au ferme deux	2000		0
écarts égaux à l'écart de la prime.	2050		+ 50

Dans le P. a. c., la zone de perte est comprise entre le cours obtenu en baisse après avoir déduit du ferme les deux options P. a. c. et celui obtenu, quand on a ajouté au ferme en hausse les mêmes deux options; le bénéfice au-dessus et au-dessous des cours extrêmes des deux zones de perte est illimité soit à la hausse, soit à la baisse, pour le preneur d'option.

b) *A. Ferme A² Put double.* — Le P. a. c. peut être aussi constitué par un achat ferme et l'achat en quantité double de l'option put de la même valeur (fig. 26).

Ex. : A¹ 25 Rios ferme 30 £, A² 50 Rios, 30 £. Put 1 £.

En hausse, les A² put sont abandonnés, ils viennent en déduction du bénéfice réalisé sur l'achat du Rio à 30 £ dont le prix se trouve majoré des deux options et porté à 32 £.

En baisse les options put sont levées, le spéculateur devient donc vendeur V² de 50 Rios à 30 £ moins le Put 1 £ = 29 £.

A¹ à 30 £ liquide V¹ à 29 £. Perte — 1 £.

Reste V ¹ à 29 £. Si Rachat à 28 £. Bénéfice	26	+ 2
+ 1 £, qui compense la perte subie sur la	28	0
précédente opération; au-dessous le béné-	29	V ² — 1
fice va croissant, et peut devenir illimité.	30	A ¹ — 2
	31	+ 1
	32	0
	34	+ 2

b) Achat d'un P. a. c. contre vente ferme ultérieure en hausse en quantité égale (fig. 28).

1^{er} déc. A¹ 25, 70 £. P. a. c. 2 £.

10 déc. V. 25 75 £ ferme.

Hausse : Le call est levé A. 25 à 72 £. liquidé par V. 25 à 75 £. Bénéfice + 3 £.

Baisse : Le put est levé, gain sur V. 68 et V. 75 £.

c) Achat d'un Pac contre achat ferme ultérieur en baisse en quantité égale (fig. 29).

1^{er} déc. A. 25 à 70 £. Pac 2 £.

10 — A. 25 à 65 £ ferme.

Hausse : Le call est levé, bénéfice illimité en hausse sur A¹. 72 £ et A¹. 65 £.

Baisse : Le put est levé, A. 65 £ liquidé par V. 68 £. Bénéfice + 3 £.

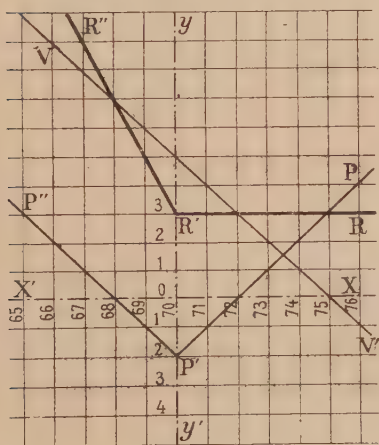


FIGURE 28.

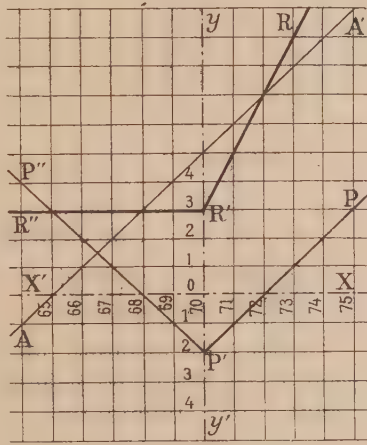


FIGURE 29.

d) Achat de Pac et vente du Call (fig. 30).

A¹. 25 à 70 £. : Pac 2 £. V¹. 25 à 70 £. : Call 1 £.

Hausse : Les call sont levés :

A. 70 £. liquidé par V. 70 £. Achat du Pac — 2 £ et vente du call + 1 £. = — 1 £.

Baisse : Gain sur le put levé, au-dessous de 68 £ ; le call est abandonné. Bénéfice + 1 £.

e) *Achat du Pac, vente du Put* (fig. 31).

A. 25 à 70 £ : Pac 2 £.

V. 25 à 70 £ : Put 1 £.

Hausse : Put abandonné, gain + 1 £.

Call levé ; bénéfice au-dessus de 72 £.

Baisse : Put levé.

V. à 68 £ liquide A. 69 £ : Perte — 1 £.

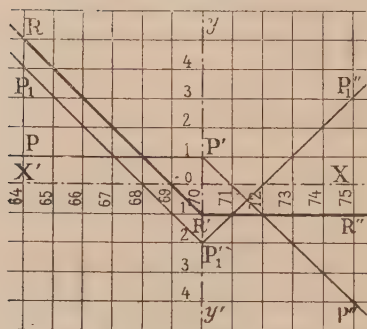


FIGURE 30.

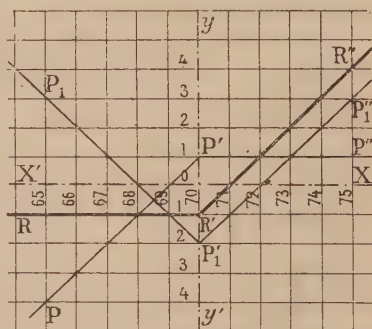


FIGURE 31.

f) *Achat du Pac et achat ultérieur du call of more.*

A. 70 £. Pac 2 £.

A. 68 £. Call of more.

Hausse : Le call est levé, gain sur A call 72 £ et A. Call of more à 68 £.

Baisse : Le facultatif du call of more est abandonné, le put est levé, V. 68 £ liquidé par l'achat ferme du call of more, à 68 £, résultat 0.

g) *Achat du Pac et Vente ultérieure du put of more.*

A. 70 £. Pac 2 £.

V. Put of more 65 £.

Hausse : Le call est levé, gain sur A. 72 et A. 65 (le put of more est abandonné).

Baisse : Le put est levé, V. 68 £ liquidé par A. 65, gain + 3 £. Mais en baisse le bénéfice peut devenir illimité en raison du put of more levé et du facultatif non liquidé.

h) Achat du Pac et Vente du Call of more.

A. 70 £. Pac 2 £.

V. Call of more 75

Hausse : Le call est levé A. 72 liquidé par V. call of more levé à 75 £. Bénéfice + 3 £, mais il y a une vente à découvert.

Baisse : Le put est levé, gain sur V. à 68 £ et V. à 75 £, le facultatif est abandonné.

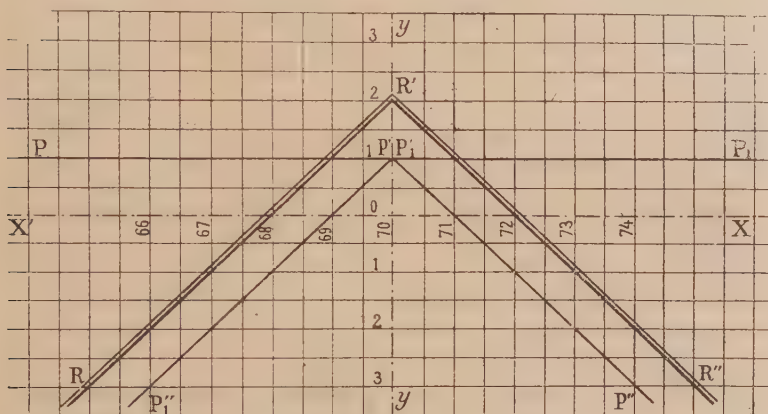


FIGURE 32.

4^o Vendeur de Pac (fig. 32).

a) *Vente du Pac et Achat ferme* (fig. 33).

V. 70 £. Pac 2 £.

A. 70 £. ferme.

Hausse : Le call est levé, A. à 70 £ liquidé par V. à 72 £.

B. + 2 £.

Baisse : Le put est levé, perte sur A. 70 £ et A. 68 £.

b) *Vente du Pac et Vente ferme* (fig. 34).

У. 70 £. Pac 2 £.

V. 70 £ ferme.

Hausse : Le call est levé, perte sur V. 72 et V. 70.

Baisse : Le put est levé, A. 68 £ liquidé par V. 70 £. B + 2£.

c) Achat du call, Vente de la moitié du « Stock » acheté et vente du Pac (fig. 35).

A² 50 70 £. Call 1. £.

V¹ 25 75 £ ferme.

V¹ 25 75 £, Pac 2 £.

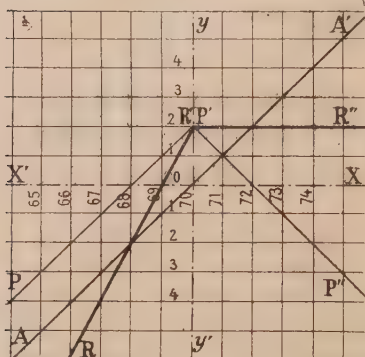


FIGURE 33.

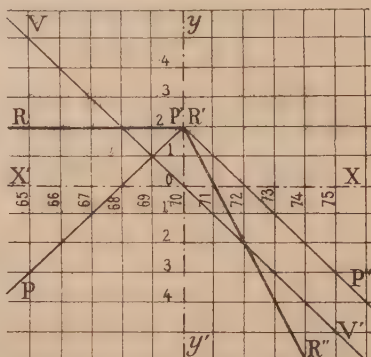


FIGURE 34.

Hausse : Le call est levé, A. 50 à 71 £ liquidé par V. 25 à 75 £ et V. 25 à 77 £.

Baisse : Le call est abandonné, le put est levé. V. 25 à 75 £ liquidé par A. à 73 £.

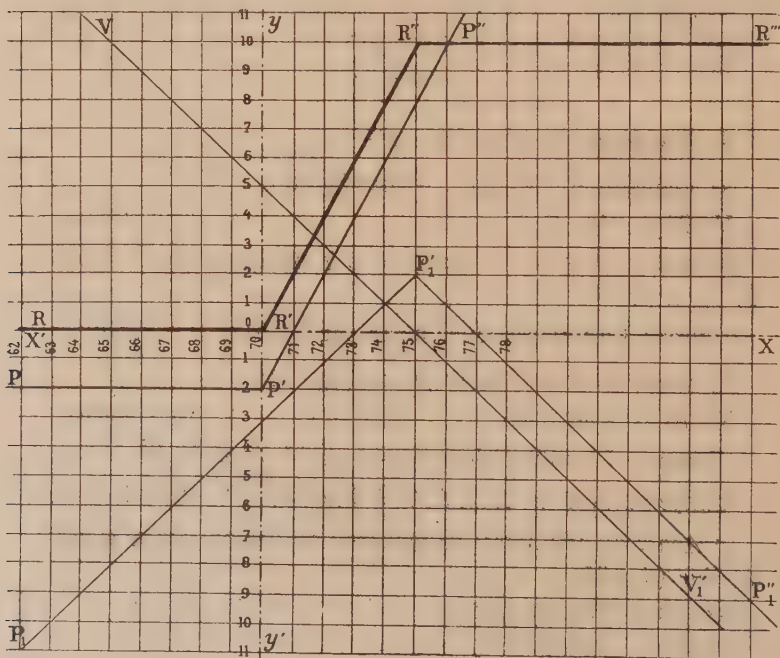


FIGURE 35.

CHAPITRE IV

CALL OF MORE

1^o Définition et prix du call of more ou Doublé à la hausse. — Le Call of more ou « demande encore » est un achat ferme combiné avec une option. L'acheteur de call of more *achète ferme* une quantité de titres à un cours un peu plus élevé que le cours ordinaire, mais se réserve *la faculté d'en demander une quantité double* si les cours lui sont favorables lors de la réponse.

L'opération comporte pour l'acheteur de call of more l'obligation de lever une quantité ferme, et, éventuellement, la faculté de demander la livraison du double.

Il est évident que l'acheteur use de la faculté d'option call of more si les cours sont en hausse, et l'abandonne s'ils sont en baisse.

Ex. : Rio cote 30 £, il achète 25 Rios 32 £ pour call of more.
Réponse à 34 £, le call of more est levé ; sa position est :
A² 50 Rios à 32 £.

Réponse à 30 £, le call of more est abandonné ; sa position est :
A¹ 25 Rios à 32 £.

L'option call of more affecte une forme différente des options simples : put et call ; elle n'est pas traitée comme celles-ci séparément de la valeur ; le spéculateur, moyennant l'achat de la valeur à un cours un peu plus élevé, se réserve l'option call of more : ainsi, à proprement parler, il n'y a pas de prime, puisque, en cas de résiliation de l'achat facultatif, il n'est pas abandonné de dédit.

La différence entre le cours du ferme et celui du call of more représente le prix de l'option call of more. Elle est égale environ au tiers du P. a. c.

Rio 30 £ Ferme	33 £ Call 3 £	32 Call of more 2 £.
	27 £ Put 3 £	36 P. a. c. 6 £.

Le call of more découle de l'achat d'un P. a. c. pour la moitié des titres constituant le call of more, combiné avec un achat ferme de 3 fois le nombre de titres représentés par le P. a. c.

Soit Rio cotant ferme 65 £ et 2 £ Pac.

Le call of more est coté 65 $\frac{2}{3}$ et correspond à :

Un achat de 50 Rios call of more 65 $\frac{2}{3}$, Pac 2 £.

Un achat ferme de 150 Rios à 65 £.

En effet :

Hausse : le call est levé $\left\{ \begin{array}{l} \text{A. 50 Rios } 65 \frac{2}{3} + 2 = \text{A. } 67 \frac{2}{3}. \\ \text{A. 150 Rios à } 65 \text{ £.} \end{array} \right.$

Où bien A. 200 Rios à 65 $\frac{2}{3}$.

Baisse : Le put est levé :

V. 50 Rios 65 $\frac{2}{3}$ — 2 £. = A. 63 $\frac{2}{3}$ liquidé par A. 50 Rios ferme à 65 £. Perte 1 £. $\frac{1}{3}$.

Reste A. 100 Rios à 65 £, dont le prix d'achat ressort au cours de 65 £. $\frac{2}{3}$, d'où il suit que le résultat de ces deux opérations est le même que celui d'un achat de call of more :

Hausse : A. 200 Rios à 65 $\frac{2}{3}$.

Baisse : A. 100 Rios à 65 $\frac{2}{3}$.

Le ferme cotant 65, le call of more cotera 67.

L'acheteur de 100 Rios à 67 aura la faculté de demander encore 100 Rios à la liquidation, sa position sera donc dans ce cas : Acheteur ferme : 200 Rios, ou de ne pas user de cette faculté, il sera alors acheteur ferme de 100 Rios.

A l'inverse des opérations call ou put sur lesquelles s'exerce un droit de résiliation absolu de la part de l'acheteur, les opérations call of more comportent un *achat ferme* et un *achat facultatif*, sur ce dernier seulement l'acheteur a un droit d'option.

Ex. : A. 100 Rios à 67 £ : call of more.

Réponse à 68 £. — L'option call of more est levée :
A. 200 Rios à 67.

Réponse à 65 £. — L'option call of more abandonnée :
A. 100 Rios à 67.

L'achat de l'option call of more comporte le droit, pour l'acheteur, de demander une quantité égale à celle achetée ferme, mais il peut être stipulé, et le cas se rencontre souvent

à Londres, la faculté de demander *twice more*, 2 fois, 3 fois, 4 fois encore, etc...

Le prix de ces options augmente évidemment à mesure que l'acheteur a la faculté de demander une plus grande quantité de titres.

Le *call of more* étant égal au tiers du P. a. c., nous l'avons vu, le *call of twice more* est non pas égal à 2 fois le tiers du P. a. c., mais un peu supérieur au 7/9 du P. a. c., le *call de trois fois encore* est un peu supérieur au P. a. c., etc...

2° Acheteur du *call of more* ou double simple.

Ex. : A. 100 titres à 80 £ *Call of more* 2 £ ou 82/2 (fig. 36).

a) *Prime levée*. — Réponse au-dessus de 80 £.

Le spéculateur est A. 200 à 80 £ auxquelles il faut ajouter les 2 £ de l'option *call of more*, donc à 82 £.

Réponse 83 £ : V. 200 à 83 £. Bénéfice + 8 £.

b) *Prime abandonnée*. — Réponse au-dessous de 80 £.

Abandon du *call of more*, le spéculateur est acheteur de 100 titres à 82 £ qu'il liquide en vendant ferme.

Réponse 75 £ : V. 100 à 75 £ : perte — 28 £.

c) *Réalisation progressive en hausse*.

Ex. : A. 100 Rios à 80 £ *Call of more* 2 £ ou 82 £.

1^{er} déc. V. 50 Rios à 83 £. B. + 2 £.

10 déc. V. 100 Rios à 85 £. B. + 12 £.

14 déc. V. 50 Rios à 87 £. B. + 10 £.

Le spéculateur a tout intérêt, lorsque la hausse se produit sur un *call of more*, à vendre progressivement, non seulement la *partie achetée ferme*, mais la *partie facultative* qui ne deviendra ferme que si l'option est levée.

En effet, si la hausse se maintient, et que le *call of more* soit levé, la position est liquidée :

Ex. : Réponse à 87 £ ; liquidé.

S'il y a baisse au contraire, les ventes effectuées en hausse en vue de compenser l'achat facultatif sont maintenant liquidées par des achats ferme en baisse.

Ex. : Réponse à 79 £. — Le *call of more* est abandonné, l'achat facultatif étant résilié, le spéculateur liquide 50 titres

vendus le 10 décembre à 85 £ et 50 vendus le 14 décembre à 87 £ par un achat de 100 titres, à 79 £, cours de réponse.

Le résultat de son opération est le suivant :

A. 100 Rios à 82 £. V. 1^{er} déc. 50 à 83 £.

V. 10 — 100 à 85 £.

A. 100 Rios à 79 £. V. 14 — 50 à 87 £.

d) *Vente ferme contre achat du double ou call of more.* — Cette opération correspond en hausse à une vente ferme contre achat du double à primes ; en baisse, la perte est égale à la différence entre l'Achat et la Vente.

Ex. : A. De Beers à 16 £ : Call of more 2 £ ou 18 £.

Vente ferme : 16 £ (fig. 37).

Réponse à 15 £. — Le call of more est abandonné :

A¹ à 18 £ liquide la vente ferme à 16 £. Perte — 2 £.

Réponse à 19 £. — Le call of more est levé, donc :

A² à 18 £ liquidé par V¹ à 16 £. Perte — 2 £.

et par V¹ à 19 £. Gain + 1 £.

Réponse à 20 £. — Le call of more est levé, donc :

A² à 18 £ liquidé par V¹ à 16 £. Perte — 2 £.

et par V¹ à 20 £. Gain + 2 £.

Cette opération offre la possibilité au spéculateur, en hausse, de faire un bénéfice illimité sur l'achat ferme, l'achat facultatif étant maintenu et, en baisse, de ne perdre que l'écart entre la vente ferme et l'achat ferme, l'achat facultatif étant abandonné.

16	V ¹ — 2
17	— 2
18	A ² — 2
19	— 1
20	0
21	+ 1

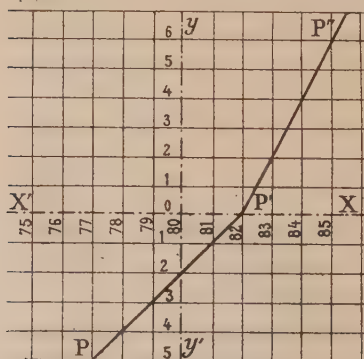


FIGURE 36.

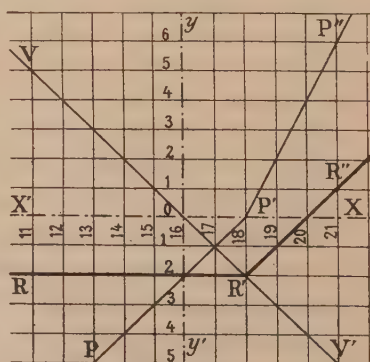


FIGURE 37.

3° Vendeur de call of more ou double simple. — Le vendeur de cette option est dans la situation d'un vendeur à découvert pour une partie ferme si le call of more est *abandonné* et en plus une partie conditionnelle s'il est *levé*.

La compensation de la perte que peut subir ce vendeur à découvert, obligé de livrer en hausse une plus grande quantité de titres que celle convenue avec sa contre-partie, réside dans la vente du ferme et du facultatif à un cours un peu supérieur à celui coté sur le marché. De telle sorte qu'en baisse, il ne gagne que sur le ferme, et, qu'en hausse, il perd sur une quantité double : ferme et facultative.

a) *Vente à découvert* (fig. 38).

Ex. : V. 100 De Beers, 100 £ ; Call of more 5 £ ou 105 £.

Réponse à 110 £. — L'acheteur du call of more doit livrer 200 titres, le call of more est levé.

Réponse à 103 £. — Il ne demandera livraison que de 100 titres, et abandonnera le facultatif.

b) *Vente du call of more et achat ferme en quantité double.*

Ex. : A. 100, à 80 £.

V. 50, à 80 £. Call of more 2 £.

L'échelle de ces deux opérations combinées est :

A⁴ 80, V² 82 (fig. 39).

Réponse en hausse. — Au-dessus de 80 £.

L'acheteur d'option se portant acheteur ferme de la partie facultative call of more, le vendeur doit livrer 100 titres à 80 £ et bénéficie des 2 £ du call of more, il est donc vendeur de 100 titres à 82 £ qui compensent 100 titres achetés ferme à 80 £. Bénéfice $100 \times 2 = 200$ £.

Réponse en baisse. — Au-dessous de 80 £.

L'acheteur d'option abandonne la partie facultative, le vendeur ne doit livrer que 50 titres vendus 82 £, mais il reste encore acheteur ferme de 50 titres à 80 £. Si l'on porte en déduction du prix d'achat, le bénéfice réalisé plus haut, le spéculateur ne perdra en baisse sur ces 50 titres qu'au-dessous de 78 £.

Ainsi donc l'échelle de cette position est la suivante :

A⁴ 80 V² 82 : bénéfice en hausse sur un achat de 100 titres ;
perte en baisse sur un achat ferme de 50 titres.

Le rentier possédant une certaine quantité de titres en portefeuille, faisant l'objet de négociations à primes, vend sur la moitié de ces titres l'option call of more.

En hausse l'option étant levée, il livre tous ses titres qui

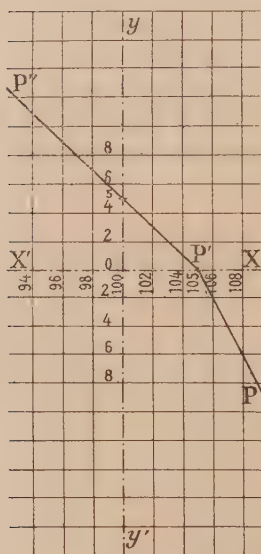


FIGURE 38.

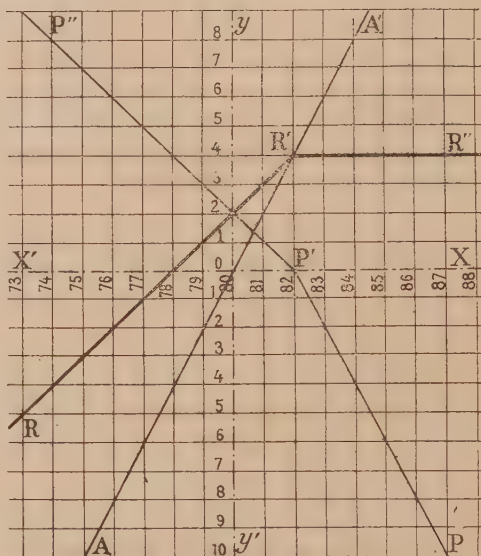


FIGURE 39.

se trouvent avoir été vendus à un cours supérieur au cours ordinaire.

En baisse, il livre la moitié des titres sur lesquels il a vendu l'option call of more.

Dans les deux cas, il fait un bénéfice, cette opération ne comporte pas d'autres risques que ceux inhérents à tout titre, susceptible de moins-value.

CHAPITRE V

PUT OF MORE

1^o **Définition et prix.** — L'acheteur du *put of more* est un vendeur à un prix inférieur au cours ordinaire, se réservant le droit de livrer une quantité de titres double de celle vendue, *of more*, si les cours lui sont favorables, c'est-à-dire si la baisse se produit.

L'opération *put of more* se décompose en deux parties :

a) Une *partie ferme* dont l'acheteur de cette option devient vendeur ferme ;

b) Une *partie facultative* égale à la première dont il se portera éventuellement vendeur, ou qu'il abandonnera lors de la réponse.

De même que dans le *call of more*, et en sens contraire des options *call* et *put*, le *put of more* est une option qui ne se traite pas séparément mais sous la forme d'un cours : c'est le cours du *put of more*, toujours inférieur au cours ordinaire. La différence entre les deux constitue, pour ainsi dire, la *prime*.

L'acheteur de *put of more* achète à un cours un peu inférieur, mais sera obligé de faire livraison de la partie ferme et de la quantité conditionnelle si le *put of more* est levé. Cet écart de cours a donc bien tous les caractères de la prime, et la situation de l'acheteur ou du vendeur du *put of more* est bien exactement semblable pour la partie conditionnelle à celle de l'acheteur ou du vendeur du *put*.

Prix du *put of more*. — Le prix de l'option *put of more* est égal au tiers du *Pac*, environ.

Soit Rio cotant ferme 65 £ et *Pac* : 2 £.

Le *put of more* de 100 Rios vaudrait 64 1/3 et correspondrait à :

Un achat de 50 Rios, *put of more* à 64 1/3 et *Pac* : 2 £.

Une vente de 150 Rios, à 65 £.

Hausse : le call est levé A. 50 Rios $64 \frac{1}{3} + 2 = A. 66 \frac{1}{3}$
liquidé par V. 50 Rios à 65 £. Perte : — 1 £ $\frac{1}{3}$.

Reste V. 100 Rios à 65 £ dont le prix de vente ressort au cours de $64 \frac{1}{3}$.

Baisse : Le put est levé. $\left\{ \begin{array}{l} V. 50 \text{ Rios, } 64 \frac{1}{3} + 2 = V. 67 \frac{1}{3}. \\ V. 150 \text{ Rios, } 65 \text{ £.} \end{array} \right.$

Ou bien V. 200 Rios à $64 \frac{1}{3}$.

Ces deux opérations liées correspondent bien à un achat put of more de 100 Rios ; en effet :

Hausse : V. 100 Rios à $64 \frac{1}{3}$.

Baisse : V. 200 Rios à $64 \frac{1}{3}$.

2° Acheteur de put of more ou doublé à la baisse. —
Le Rio cote ferme 73 £ (fig. 40).

A. put of more 25 Rios à 70 £ ; l'acheteur de cette option doit livrer à sa contre-partie : 25 Rios à 70 £ et se réserve le droit d'en livrer 25 de plus si les cours lui sont favorables, c'est-à-dire s'ils sont en baisse.

a) *Prime abandonnée.*

Réponse à 75 £. — Le spéculateur n'a plus intérêt à se porter vendeur à 70 £ pour la partie facultative, il abandonne donc le put et rachète à ce cours afin de livrer la partie ferme vendue 70 £ : Perte — 5 £.

b) *Prime levée.*

Réponse à 65 £. — Le put of more est levé.

Position du spéculateur :

V. 25 ferme à 70 £.

V. 25 facultatif devenu ferme à 70 £.

S'il a vendu à découvert, il rachète ; s'il possédait les titres, il les livre.

c) *Après une baisse achat de couverture.*

Le ferme cotant 75 £. : A. put of more 25 Rios à 70 £.

Si les cours tombent au-dessous de 70, Ex. : à 68 £

Le spéculateur rachète 25 titres à 68 £ ferme :

Si la hausse se produit, il lève le put of more, devient vendeur de la partie facultative, et liquide cette dernière par un rachat ferme.

Le put of more est abandonné, l'achat de 25 Rios à 68 £ liquide la vente de 25 Rios à 70 £.

Il y a donc tout intérêt à racheter en baisse la partie vendue ferme au moins à un cours inférieur à celui de la vente, puisque, dès ce moment, il n'y a plus aucun risque de perte.

Le spéculateur rachète 50 titres à 68 £ : le ferme et le facultatif.

Si la baisse se produit, le put of more est levé et appliqué A² 50 titres à 68 £ liquident V² 50 titres à 70 £, dont 25 fermes et 25 facultatifs.

En cas de hausse, au contraire le facultatif étant abandonné, 25 titres achetés ferme liquident 25 titres vendus ferme : gain illimité sur un achat de 25 titres (fig. 41).

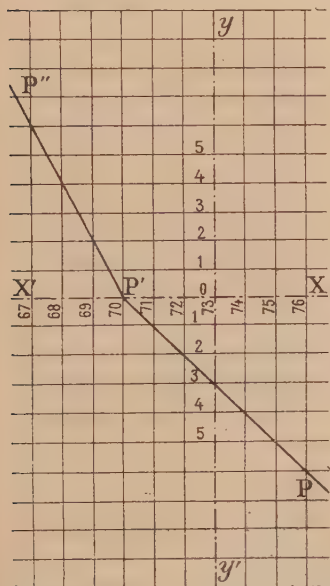


FIGURE 40.

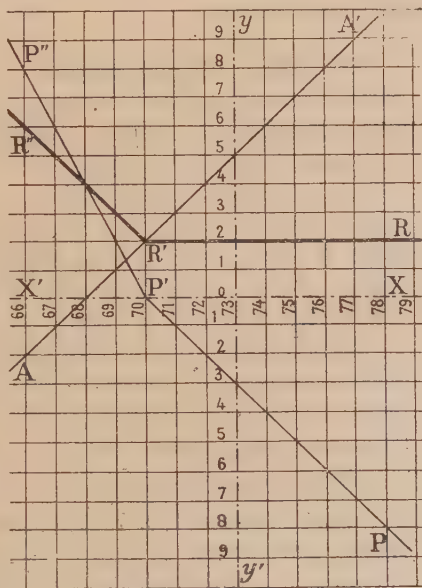


FIGURE 41.

d) *Rachats progressifs.*

Ferme cote 73 £. A. put of more 100 Rios à 70 £. :

La première précaution du spéculateur consiste à racheter en baisse la partie vendue ferme, et, ensuite, à racheter pro-

gressivement le facultatif si la baisse s'accroît et laisse espérer que le put of more sera levé.

5 déc.	A.	100 Rios à 68 £.
8 —	A.	25 — à 67 £.
10 —	A.	50 — à 66 £.
15 —	A.	25 — à 65 £.

S'il ne se produit pas de réaction avant la réponse, l'option étant levée, la position se trouve être liquidée.

S'il se produit une hausse au dernier moment et que l'option soit abandonnée à la réponse, le spéculateur se trouve dans une excellente situation pour vendre en hausse des titres achetés en baisse et qui ne se trouvent plus compensés du fait de l'abandon du put of more et de la résiliation de la vente facultative.

3° Vendeur du put of more. — Le *vendeur du put of more* est un acheteur éventuel du double de la quantité pour laquelle il a vendu l'option. On dit aussi « Doublé à la disposition du vendeur ».

Celui-ci achète à un cours inférieur au cours ordinaire, mais peut se voir obligé en cas de baisse, si l'acheteur du put of more, sa contre-partie, lève l'option, à recevoir la quantité achetée ferme, plus la quantité achetée facultativement, c'est-à-dire à payer le prix des titres reçus.

La prime est ici représentée par la différence entre le cours du put of more et celui du ferme ; c'est dans le fait d'avoir vendu à un cours supérieur au cours ordinaire que réside l'avantage de l'acheteur du put of more.

a) *Put of more abandonné.* — Le ferme cote 73 £.

V. put of more 25 à 70 £. Le put of more est abandonné si la réponse se fait au-dessus de 70 £.

Reste la partie ferme dont le spéculateur est A. à 70 £ et qu'il revend au cours de la réponse. Ex. : à 73 £, bénéfice + 3 £ (fig 42).

b) *Put of more levé.* — Réponse au-dessous de 70 £, le put of more est levé et le vendeur de l'option devient acheteur ferme de 50 Rios à 70 £, qu'il revend au cours de réponse pour liquider sa position. Ex. à 68 £. Perte — 4 £.

c) *Vente de put of more contre vente ferme.* — Ici, l'option put of more sert de couverture à la vente ferme (fig. 43) :

Ex. : V. 50 Rios à 73 £.

V. Put of more 50 Rios à 70 £.

Réponse en hausse à 75 £. — Le put of more est abandonné et la partie facultative résiliée, la vente ferme de 50 Rios à 73 £ est liquidée par l'achat de 50 Rios à 70 £, B. + 6 £.

Réponse en baisse à 65 £. — Le put of more est levé, le vendeur de cette option se trouve acheteur ferme de 100 Rios à 70 £ dont 50 liquident la vente de 50 Rios à 73 £. Mais il reste 50 titres achetés ferme qu'il devra revendre pour ne pas subir de perte à un cours supérieur à 67 £, c'est-à-dire au cours d'achat 70 £, dont on a déduit le bénéfice déjà réalisé sur 50 titres.

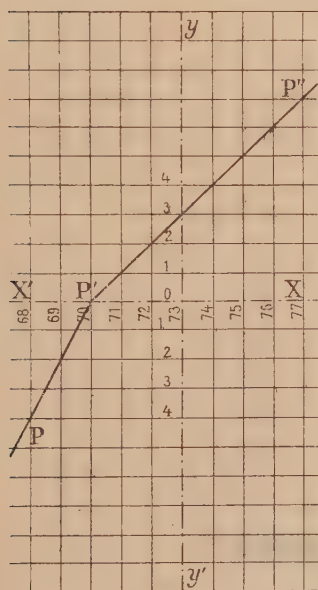


FIGURE 42.

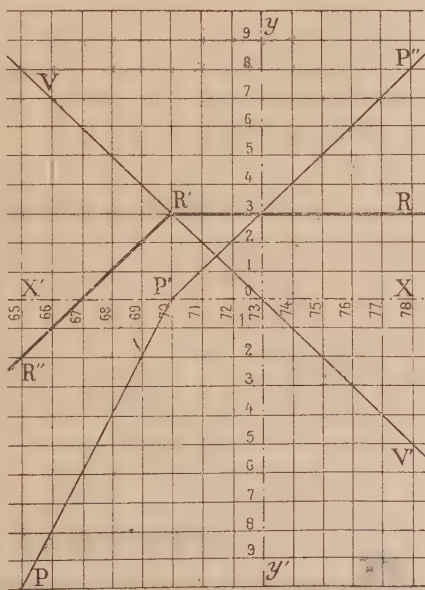


FIGURE 43.

TITRE III

ÉTUDE PRATIQUE DES MARCHÉS A OPTIONS

CHAPITRE PREMIER

MODES DE CLASSEMENT

L'achat ou la vente d'une option constitue une *opération simple* ; une *opération complexe* est celle qui résulte de la combinaison, soit d'un *achat ferme* avec l'achat ou la vente de toutes les options, soit d'une *vente ferme* avec l'achat ou la vente de toutes les options.

Les opérations à options peuvent aussi être groupées en opérations dirigées à la hausse, à la baisse, en bénéfice sur de grosses fluctuations de cours ou en bénéfice sur le maintien des cours.

PREMIER CLASSEMENT : analytique.

A. ferme c/	$\left\{ \begin{array}{l} \text{A. Call} \\ \text{V.} \\ \text{A. Put} \\ \text{V.} \\ \text{A. Call of more} \\ \text{V.} \\ \text{A. Put of more} \\ \text{V.} \end{array} \right.$	V. ferme c/	$\left\{ \begin{array}{l} \text{A. Call} \\ \text{V.} \\ \text{A. Put} \\ \text{V.} \\ \text{A. Call of more.} \\ \text{V.} \\ \text{A. Put of more.} \\ \text{V.} \end{array} \right.$
-------------	---	-------------	---

DEUXIÈME CLASSEMENT

Opérations dirigées à la hausse.

Options simples.

Achat call.

Vente put.

Achat call of more.

Vente put of more.

Opérations complexes.

Achat ferme c/	{	Achat call.
		Vente call.
		Achat put.
		Vente put.
		Achat call of more.
Vente ferme c/	{	Vente put. of more.
		Achat call of more.

B) Opérations dirigées à la baisse.*Options simples.*

Achat put.
 Vente call.
 Achat put of more.
 Vente call of more.

Opérations complexes.

Vente ferme c/	{	Achat call.
		Vente call.
		Achat put.
		Vente put.
		Vente call of more.
Achat ferme c/	{	Achat put of more.
		Achat put of more.

C) Opérations en bénéfice sur maintien des cours.

Vente P. a. c.
 Vente ferme c/ vente du put of more.
 Achat ferme c/ vente du call of more.

D) Opérations en bénéfice résultant de gros mouvements de cours.

Achat du P. a. c.

La forme même des marchés à primes tels qu'ils sont pratiqués à Londres exclut les combinaisons à primes contre primes de mêmes catégories que nous connaissons à Paris.

Puisque sur une même valeur, à une même échéance, il n'est traité qu'une seule sorte d'option, il est évident que les

opérations basées sur des achats combinés avec des ventes de primes de quotités différentes ne sont pas possibles au Stock Exchange : ceci s'entend pour les options ordinaires.

Cependant les wide options comportent la possibilité de combiner entre eux des achats et des ventes de primes.

L'achat de l'option ordinaire contre la vente de la wide price option et la vente de l'option ordinaire contre l'achat de la wide price option, correspondent à l'achat de la grosse prime contre la vente de la petite, et à la vente de la grosse prime contre l'achat d'une plus petite.

Ex. : De Beers 14 £ f. p. call 2 £.

Wide option 1 £ à 18 £ ou 18/1.

A. De Beers 14 £, call 2 £.

V. De Beers Wide option 1 £ ou 18/1.

V. De Beers 14 £, call 2 £.

A. De Beers Wide option 1 £ ou 18/1.

La première opération donne en hausse un bénéfice égal à la différence entre le cours d'achat majoré du call 16 £. et le cours de la wide option 18 £: Bénéfice + 2 £, et, en baisse, une perte égale à la différence entre les deux options — 2 £ + 1 £ = — 1 £.

La seconde opération en sens contraire donne, en baisse, un bénéfice égal à la différence entre les options + 1 £ et, en hausse, une perte égale à l'écart entre le cours des primes $14 £ + 2 £ = + 16 £ - 18 £ = - 2 £$.

Mais ces marchés sont l'exception, puisque les wide options ne sont pas de négociation courante ; il devient dès lors impossible au spéculateur de construire des échelles basées sur ces combinaisons entre options ordinaires et wide options.

Cependant, il arrive que, lors de la liquidation, des opérations à options se compensent entre elles, mais il ne faut pas oublier qu'elles ont été faites à des moments différents, et sur des cours différents, il s'ensuit que la simultanéité des deux opérations achat et vente ou inversement, qui est la condition indispensable au spéculateur pour opérer avec risques connus n'existant pas, le champ d'action de ces opérations à Primes c/ Primes, à l'inverse de Paris, est très limité à Londres

CHAPITRE II

OPÉRATIONS A LA HAUSSE

1° Achat ferme et achat call.

Hausse : Gain sur le ferme et sur l'achat call.

Baisse : Perte illimitée sur l'achat ferme, perte simplement limitée de l'option call.

2° Achat ferme contre vente call.

Hausse : Bénéfice égal à l'option vendue; l'achat et la vente se compensent.

Baisse : Gain limité à l'option. Perte illimitée sur l'achat ferme.

C'est là l'opération classique de la vente de prime sur un achat ferme fait en même temps, ou sur des titres en porte-feuilles.

3° Achat ferme contre achat put.

Hausse : Perte limitée au put. Gain illimité sur l'achat ferme.

Baisse : L'achat ferme liquide la vente conditionnelle résultant de l'achat du put : perte égale à l'écart.

L'acheteur de ferme pouvant craindre une réaction subite achète un put qui est une sorte de prime d'assurance contre la baisse et qui lui laisse la possibilité de réaliser en hausse un bénéfice illimité.

4° Achat ferme contre vente put.

Hausse : Gain illimité sur le ferme. Gain limité à l'option abandonnée.

Baisse : Perte sur l'achat ferme, et sur l'achat conditionnel résultant de la vente du put, et devenu ferme, donc perte double.

5° **Achat du call of more.**

Hausse : Gain sur un achat ferme et un achat facultatif, mais au-dessus d'un cours un peu supérieur au cours du ferme.

Baisse : Perte sur l'achat ferme, abandon du facultatif.

6° **Vente du put of more.** — Cette opération est très dangereuse ; le seul bénéfice du spéculateur réside dans l'achat à un cours un peu inférieur à celui du ferme d'une partie ferme ; mais si le put of more est levé, il risque une double perte.

Les opérations ci-dessus sont toutes à risques illimités, en raison de la perte en baisse, sur l'achat ferme.

CHAPITRE III

OPÉRATIONS A LA BAISSSE

1° Vente ferme et achat call.

Hausse : La Vente ferme liquide l'achat call levé, perte limitée au call.

Baisse : Bénéfice illimité sur la vente ferme, diminué du prix du call abandonné.

L'achat du call contre une vente ferme garantit le spéculateur contre toute hausse, tout en lui laissant la possibilité de réaliser un gain illimité en baisse.

Cette opération se rapproche de l'achat ferme c/ l'achat du put, étant entendu que cette dernière option est dirigée à la hausse.

2° Vente ferme contre vente du call.

Hausse : Perte illimitée sur la vente ferme et sur la vente call devenue vente ferme, l'option étant levée.

Baisse : Gain illimité sur la vente ferme, gain limité et résultant de l'abandon du call.

3° Vente ferme contre achat put.

Hausse : Perte illimitée sur la vente ferme, Perte limitée résultant de l'achat du put abandonné.

Baisse : Gain illimité sur la vente ferme et sur la vente conditionnelle devenue ferme parce que le put est levé.

4° Vente ferme contre vente du put.

Hausse : Perte illimitée sur la vente ferme. Gain limité à l'option qui est abandonnée.

Baisse : Gain limité et égal à l'option abandonnée puisque la vente ferme liquide l'achat conditionnel devenu ferme, l'option étant levée.

Cette opération à la baisse se présente sous les mêmes formes que l'achat ferme contre la vente *call*, à la hausse.

5° Achat put of more.

Hausse : Perte sur la partie ferme convenue, abandon du facultatif.

Baisse : Gain sur la partie ferme, et la partie facultative vendue à un cours, il est vrai, un peu inférieur au cours du ferme.

6° Vente du call of more. — C'est une opération excessivement dangereuse, le bénéfice du spéculateur réside dans la vente à un cours un peu supérieur à celui du ferme, mais, en cas de hausse, sa perte est double, sur la partie ferme et la partie facultative vendues à découvert.

Les quatre premières opérations ci-dessus sont toutes à risques limités, les deux dernières à risques illimités, en hausse ou en baisse.

CHAPITRE IV

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE SUR DE GROS MOUVEMENTS DE COURS.

1° Achat ferme, achat du put en quantité supérieure.

Ex. : A. 25 Rios à 73 £.

A. 50 Rios, put 3 £ ou 70 £.

Hausse : Les 50 options put achetées sont abandonnées, bénéfice illimité sur l'achat ferme de 25 Rios mais au-dessus du cours de 79 £ ; les options abandonnées venant en déduction du bénéfice réalisé sur le ferme.

Baisse : 25 Rios achetés ferme à 73 £ liquident 25 Rios vendus conditionnellement à 70 £. Il reste encore 25 Rios vendus dont le prix de vente à 70 £ se trouve diminué de la perte résultant de la première opération ; gain sur 25 Rios au-dessous du cours de 67 £.

Echelle de cette opération : A 79 £, V. 67 £.

La zone de perte s'étend entre ces deux cours.

2° Vente ferme c/ achat du call en quantité supérieure

Ex. : V. 25 Rios, 73 £.

A. 50 Rios, Call 3 £. ou 76 £.

Hausse : Le call est levé, 25 Rios achetés conditionnellement à 76 £, liquident la vente ferme de 25 Rios à 73 £, perte — 3 £.

Mais le spéculateur reste encore acheteur de 25 Rios à 73 £, call 3 £, dont le prix d'achat est majoré de la perte subie dans l'opération précédente plus du call acheté 3 £ + 3 £ = + 6 £ ; bénéfice au-dessus du cours de 79 £.

Baisse : Les 50 call achetés étant abandonnés diminuent le prix de la vente ferme de 25 Rios à 73 £, bénéfice au-dessous de 67 £.

Echelle : V. 67 £ ; A. 79 £, zone de perte entre ces deux cours.

Cette opération correspond à notre vente ferme contre achat du double à prime ; elle est l'inverse de la précédente.

Dans les deux cas, les options call ou put peuvent être achetées non pas seulement en quantité double mais triple ; il en résulte que le bénéfice, en hausse, dans l'opération achat ferme contre achat du call en quantité supérieure et, en baisse, dans l'opération achat ferme contre achat put en quantité supérieure augmentera dans la même proportion ; mais en baisse dans le premier cas, en hausse dans le second, le gain résultant de l'achat ferme ou de la vente ferme diminuera de même.

CHAPITRE V

OPÉRATIONS EN BÉNÉFICE SUR MAINTIEN DES COURS.

1^o Achat ferme contre vente du call en quantité supérieure.

Ex. : A¹ 25 Rios 70 £.

V² 50 Rios 70 £. Call 3 £.

Hausse : Achat ferme de 25 Rios à 70 £ liquide la vente conditionnelle devenue ferme de 25 Rios à 73 £. Bénéfice + 3 £.

Mais il reste encore 25 Rios vendus à découvert à 70 £ et qui commenceront à perdre à ce cours majoré du bénéfice réalisé sur la première opération plus du call vendu, c'est-à-dire au-dessus de 76 £.

Baisse : Les 50 call étant abandonnés couvrent en baisse l'achat ferme de 25 Rios jusqu'à concurrence de 64 £. Au-dessous, perte.

Echelle : A. 64 £ ; V. 76 £ ; zone de bénéfice entre ces deux cours.

Cette opération correspond à notre achat ferme contre vente à primes en quantité supérieure.

2^o Vente ferme contre vente du put en quantité supérieure.

Ex. : V. 25 Rios, à 70 £.

V. 50 Rios, 67 £. Put 3 £.

Hausse : Perte illimitée sur vente ferme, mais les 50 put abandonnés viennent en déduction de la perte résultant de la vente de 25 Rios à 70 £ et portent le prix de vente à 76 £. Au-dessus, perte.

Baisse : Vente de 25 Rios ferme à 70 £ liquide achat de 50 Rios, bénéfice 3 £ résultant de l'abandon du put. Mais il reste 25 Rios achetés à 70 £. dont le prix d'achat est diminué du bénéfice fait sur la première opération 3 £, et du put abandonné, 3 £ et ramené à 64 £.

Echelle : A. 64 £ ; V. 76 £ ; zone de bénéfice entre ces deux cours.

CHAPITRE VI

LIQUIDATION GÉNÉRALE

Au Stock Exchange, le règlement des affaires traitées pendant la quinzaine demande un temps assez long et s'étend sur 3 jours pleins.

Le premier jour, « Making up day » ou « Carrying over day » ou « Contango day », est le jour de la compensation et du report des valeurs.

Le deuxième jour, appelé « name day » ou « Ticket day », est consacré à l'arrangement intérieur des opérations faites entre les membres pendant la quinzaine.

Enfin, le troisième jour, « Settling day », est le jour du règlement proprement dit, de la livraison des titres et du paiement des différences.

Réponse des primes. — La réponse des primes a lieu pour les valeurs soumises à la liquidation mensuelle des consolidés le premier jour de cette liquidation à 14 heures 45.

Pour les valeurs assujetties aux liquidations de quinzaine, la réponse est faite le premier jour à 13 heures 45 pour les mines d'or et le troisième jour à 12 heures 45 pour tous les autres titres.

Les affaires à prime à longue échéance supportent en général le double courtage.

CHAPITRE VII

ARBITRAGES (1)

Les marchés à options à Londres et à primes à Paris donnaient lieu, surtout avant la guerre, à de nombreux arbitrages sur les valeurs cotées à la fois sur les deux places :

Ex. : Rio côte à Londres,	à Paris ;
30 £ f. c. Call 1 £.	1500 fr. f. c. 1600/20
f. p. — 2 £.	f. p. 1650/20

1° L'arbitragiste **achète ferme à Londres, vend le call f. p. à Londres et achète une prime vers la même échéance à Paris.**

A. Rio 30 £. V. Rio 30 £. Call 2 £. f. p. A. f. p. 1650/20.

En baisse : la position est la suivante : au-dessous de 30 £ les primes sont abandonnées :

Perte de la prime à Paris — 20 francs.

Gain du Call à Londres + 100 francs. Bénéfice + 80 fr.

Sur le ferme le spéculateur ne perdra qu'au-dessous du cours de 30 £, diminué de 80 francs, c'est-à-dire, si la £ = 50 fr., à 1500 — 80 = à 1420 francs.

En hausse : l'achat du Rio à 30 £ liquide la vente du Rio à 30 £. Gain : call 2 £ dont il faut déduire jusqu'au cours de 1630 francs la prime française abandonnée — 20 francs : 2 £ ou 100 francs — 20 francs = + 80 francs.

Au-dessus du cours 1630, la prime /20 est levée, et le bénéfice peut devenir illimité en hausse.

Echelle A. 1420, V. 30 £ (1500 fr.). A. 1630, = B. + 80 fr.

(1) Deutsch, *Parités et arbitrages*.

2° L'arbitragiste **achète l'option à Londres et vend la prime à Paris.**

A. Rio 30 £. Call 1 £ f. c. V. 1600/20 f. c.

En baisse : Au-dessous de 30 £ la prime et le call sont abandonnés, perte égale à leur différence $+ 20 - 50 = - 30$.

En hausse : l'achat du Rio à 30 £ call 1 £ liquide la vente à 1600/20, A. 30 £ (1500) V. 1600 = $+ 100$ francs moins le call 1 £ (50) = $+ 50$ francs.

3° L'opération classique des arbitragistes consiste à **acheter ferme, à vendre l'option call en quantité supérieure à Londres et à acheter à Paris des petites primes pour couvrir les options call en hausse.**

Ex. : A¹ 25 De Beers Londres 14 £ à 50 francs = 700 fr.

V³ 75 De Beers Londres 14 £. Call 1 £

A² 50 De Beers Paris 780/20.

En hausse : Achat de 25 De Beers à 14 £ est liquidé par vente 25 De Beers à 14 £ $+ 1$ £ call.

Vente 50 De Beers à 14 £, 1 £ call, liquidée par A. 50 De Beers 780/20.

En baisse : Call 1 £ et prime /20 abandonnés, bénéfice : 75 call vendus = $+ 3750$ fr, perte achat 50 prime /20 : = $- 1000$ fr.

Différence créditrice : $+ 2750$ francs qui diminue d'autant le prix d'achat du ferme, à raison de 110 francs par titre :

Echelle : A ¹ 590, V ³ 700, A ² 760	590 A ¹ 0
	700 V ³ $+ 110$
Zone de gain entre 590 et 755	755 0
A 760, perte $- 10$ francs.	760 A ² $- 16$

L'option étant plus grosse à Londres que la prime à Paris, les arbitragistes vendent l'option, et trouvent à Paris pour se couvrir des primes de quotités variables : /20 ; /10 ; /5 ; /2,50, etc...

Cependant il faut tenir compte de ce que les échéances des deux marchés ne se correspondent pas, la réponse des options à Londres précède toujours la réponse des primes à Paris.

LIVRE . III

MARCHÉS CONDITIONNELS
ALLEMANDS

CHAPITRE PREMIER

DIFFÉRENTES SORTES DE PRIMES

Les marchés à prime (Præmiengeschæfte) sont des marchés différés dans lesquels une des parties se réserve un droit d'option (Wahlrecht).

Les transactions auxquelles donnent lieu, dans les Bourses allemandes, les marchés à primes sont nombreuses et variées.

L'imagination fertile des Allemands n'a pas créé sur le marché de Berlin moins de onze catégories d'options, alors que Londres n'en connaît guère que cinq, et Paris une seule : la prime pour lever.

Ces marchés conditionnels donnent au vendeur ou à l'acheteur un droit d'option en ce qui concerne soit :

- a) L'exécution de la convention ;
- b) Le mode d'exécution ;
- c) L'objet de l'exécution ;
- d) L'époque de l'exécution, ou bien en ce qui concerne plusieurs de ces points à la fois.

En se réservant l'option relativement à *l'exécution de la convention*, les parties se réservent le droit de livrer

(1) Worms (Emile), *Sociétés par actions et opérations de Bourse*, Paris, Cotillon, 1867. — Cosak, t. II, p. 253 et s. — Courtois Vidal, *op. c.*, p. 91 et s. — Jobit, *Minist. Finances, op. c.* — Holz (Léonhard), *Die Præmiengeschæfte*, Berlin, Decker, 1905. — Sayous, *op. c.* — Struck (Emil), *Die Effekten-Bærsæ*, Leipzig, 1881. — Schreiber, *Guide de la Bourse de Berlin*, Wedekind, 1907. — Schuster (Richard), *Die Præmiengeschæfte*. Inaugural Dissertation zur Erlangung der Doktorwürde an der Universität Marburg, 1903. — Leser (E.), *Zur Geschichte des Præmiengeschæfte*, Berlin, 1896. — Schneider und Dalheim, *Usancen der Berliner Fond-Bærsæ*, Berlin, Dümmler, 1900. — Cohn, *Beitræge zur deutschen Bærsæ*, Leipzig, Decker, 1895. — Goldschmidt *System*, p. 175. — Moser (James), *Lehne von den Zeitgeschæften und deren Kombinationen*, Berlin, 1875. — Garies, *Handelsrecht*, p. 498 et s. — Bilschowsky, *Ueber die rechtliche Natur der Præmiengeschæfte*, Breslau, 1892. — Wachtel, *Præmien, Stellage und Nachgeschæfte*, Wien, 1897. — Thoel, *Handelsrecht*.

ou de ne pas livrer les valeurs, respectivement de les accepter ou de ne pas les accepter.

L'option sur l'*objet de l'exécution* confère aux parties le droit de livrer, respectivement d'exiger la totalité, ou une portion ou le multiple de l'objet de la vente.

L'option sur le *mode d'exécution*, le droit de livrer ou d'exiger la livraison, et, enfin, dans l'option sur l'*époque de l'exécution*, elles puisent la faculté de devancer l'époque à laquelle elles pourront faire et, respectivement, réclamer la livraison.

Les parties se procurent le droit d'option au moyen d'une prime qu'elles s'engagent à payer, et c'est ce qui a fait donner à cette catégorie de marchés le nom d'achats ou ventes à prime, marchés libres ou à options (*Praemiengeschaefte*).

Cependant, certains marchés ne comportent pas de dédit, mais un achat à un cours un peu plus élevé, ou une vente à un cours un peu plus bas que le cours du ferme : cet écart constitue un avantage au profit du donneur de l'option, puisque si son bénéfice est nul en cas d'abandon des primes, ses chances d'encaisser l'option augmentent en raison de la tension de cet écart.

En ce qui concerne les options négociées sur le marché de Berlin et qui existent sur le marché de Paris ou de Londres et dont nous avons étudié la technique précédemment, nous nous contenterons de renvoyer aux explications déjà données et insisterons simplement sur les primes et les caractéristiques spéciales à ce marché.

CHAPITRE II

OPTIONS PORTANT SUR L'EXÉCUTION MÊME DE LA CONVENTION

SECTION I

Prime pour lever

(VORPRAEMIE.)

Dans le marché à primes préalable (Vorpraemiengeschaefte) l'acheteur se réserve le droit de se retirer à sa guise. Il accorde d'abord au vendeur sa contre-partie, l'*écart*. Mais celui-là ne s'en contente pas, l'écart n'étant qu'une élévation du prix de vente, le vendeur n'aurait aucun avantage lorsque l'acheteur userait de son droit de résiliation, puisque, dans ce cas, l'acheteur ne paierait aucun prix de vente. Il faut donc que celui-ci consente au vendeur un autre avantage et lui promette un dédit pour le cas où il résilierait. Ce dédit, c'est la *prime préalable*. S'il ne résilie pas, il ne paie pas de prime mais seulement le prix de vente augmenté de l'écart.

A la différence du marché du Stock Exchange, la prime est traitée séparément de la valeur — les wide-price options sont des exceptions — sur le marché de Berlin, la prime est comprise comme à Paris dans un cours, qui est le cours de la prime préalable, à côté duquel l'importance de la prime est indiquée par une barre de fraction / ou le mot « dont ». Cependant, souvent cette prime est égale à l'écart, on dit alors qu'elle est « collée ». La prime préalable prend le nom de Vorpraemie ou Lieferungspraemie et correspond au call anglais et à la prime pour lever française.

SECTION II

Prime pour livrer.

(RÜCKPRAEMIE.)

Dans le marché à prime de retour (Rückpraemien-geschaeft) c'est le vendeur qui possède le droit de résiliation, il diminue le prix de vente de la valeur de l'écart, et promet à l'acheteur, en cas de résiliation, une prime de retour ou prime de réception (Rückpraemie, Empfangspraemie). Cette option correspond au put anglais.

La prime pour lever, ou pour livrer, est payée lors de la conclusion ou de la liquidation du marché, et, quant à son importance, elle varie suivant les prévisions qui se rattachent à la marche des cours.

SECTION III

Marché à prime double.

(DAS ZWEIPRAEMIENGESCHAEFTE.)

Ce marché est l'alliance de deux opérations à primes simples : le spéculateur figure dans l'un des marchés en qualité d'acheteur et, dans l'autre, en qualité de vendeur, et se trouve être, dans les deux, soit le donneur, soit l'accepteur de primes.

A. achète à B. certaines valeurs, vend les mêmes valeurs à C. pour la même fin de mois, et se fait accorder par eux, pour les deux opérations, le droit de résiliation, contre paiement d'une prime préalable pour l'un, et d'une prime de retour pour l'autre, ou bien leur accorde à tous deux, moyennant une prime, le droit de résiliation. Il y a ici deux marchés indépendants : à savoir un marché à prime préalable, et un marché à prime de retour qui n'ont entre eux d'autre lien effectif que la spéculation de A.

Soit un spéculateur A. qui achète à B. la prime *Vorpraemie* sur une valeur cotant ferme 100, au cours de 101/1, et qui achète à C. la prime *Rückpraemie* sur la même valeur au cours de 99/1 :

A. gagnera :

En hausse : au-dessus du cours de 100 augmenté des deux primes achetées, c'est-à-dire au-dessus de 102 ;

En baisse : au-dessous de 100 diminué des deux primes, donc à 98.

Dans le premier cas, il est acheteur ; dans le second, il est vendeur.

A. perdra :

En hausse : au-dessus du cours de 102, comme vendeur de prime à découvert ;

En baisse : au-dessous de 98, en raison de l'obligation où il se trouve de recevoir et de payer 98 francs des titres de valeur moindre.

Dans l'hypothèse où le spéculateur est le donneur de primes, il vend à l'un et achète à l'autre, de telle façon que le jour de la livraison soit le même dans les deux cas, et avec réserve pour lui de pouvoir battre en retraite contre la prestation d'une prime convenue.

Si les cours tombent, il fera le vendeur ; s'ils montent, il fera l'acheteur, et s'ils ne subissent aucun mouvement, il renonce à sa double opération.

On le voit, cette manœuvre repose sur le doute où il se trouve à l'égard de la direction des cours, et sur la conviction du peu de développement que prendra leur variation ; il peut se trouver obligé à son gré comme vendeur ou comme acheteur, ou ne se trouver obligé à aucun titre, auquel dernier cas il supporte une perte certaine : celle de la prime.

Dans l'hypothèse, au contraire, où le spéculateur est l'accepteur de prime, il vend également à l'un et achète à l'autre et accorde à tous deux le droit de renonciation contre le paiement d'une prime ; il reçoit, en conséquence, une prime à livrer et une prime pour recevoir.

Si les cours demeurent stationnaires, il a un bénéfice certain ; s'ils ont au contraire varié, celui à qui la variation des cours sera favorable, au moins en tant que la différence dépassera la prime, réclamera l'exécution, et celui qui se trouvera dans une situation opposée renoncera au marché.

Sa spéculation repose alors sur la conviction que les cours

ne changeront pas, ou bien sur le doute, où il est à l'égard de la direction que prendra le mouvement, et sur l'extension probable de ce mouvement.

En conséquence du droit d'option par lui accordé, il se trouvera obligé au jour de la livraison comme vendeur ou comme acheteur, ou ne le sera même pas du tout.

1^o **Acheteur de Zweipraemie.** — Le spéculateur X. achète une *prime pour lever*, Vorpraemie, au spéculateur Y. et achète une *prime pour lier*, Rückpraemie, au spéculateur Z.

Ex. : Soit une valeur qui cote ferme 100 marks, et 101/1 pour la prime Vorpraemie, et 99/1 pour la Rückpraemie.

X. Achète 101/1 pour la Vorpraemie à Y.

— 99/1 — Rückpraemie à Z.

Les deux opérations ont été conclues pour la même échéance, ce qui est une condition indispensable pour éviter les risques résultant des variations de cours entre les deux termes.

Dans la première opération, moyennant le paiement d'une prime égale à 1 Mk, X. pourra se porter acheteur au cours de 100, dans la seconde, en abandonnant également une prime de 1 Mk, il pourra se porter vendeur au cours de 100. D'où il suit que la faculté de résilier son marché lui est accordée à la condition que, s'il opte pour l'achat, il paie le prix de 101, et, si, au contraire, il se décide à se porter vendeur, il consente à ne recevoir que 99 Mks. Sa position est donc : A. 101, V. 99. X. ne gagnera, en hausse, sur l'achat de la Vorpraemie, que si les cours s'élèvent au-dessus de 101, et, en baisse, sur l'achat de la Rückpraemie, que si les cours tombent au-dessous de 99 Mks ; il compensera sa vente par un achat.

Mais dans l'esprit du spéculateur, les deux opérations conclues séparément avec Y. et Z. sont liées, et si on tient compte de leurs résultats communs, les limites de perte ou de bénéfice ne sont plus les mêmes que si on les considère chacune respectivement.

En effet, à la réponse, si X. lève la Vorpraemie, il est acheteur au cours de 101, mais il a abandonné et perdu la Rückpraemie, 1 Mk, qui augmente d'autant son prix d'achat ; il est en fait maintenant acheteur à 102 Mks et ne gagnera qu'au-dessus de ce cours.

Réciproquement, s'il lève la Rückpraemie, il se porte vendeur

au cours de 99 Mks, mais s'il a abandonné en même temps la Vorpraemie, 1 Mk, et résilié son achat conditionnel, celle-ci diminue le prix de vente ; X. ne gagnera plus qu'au-dessous de 98 Mks.

En un mot, la zone de perte résultant de ces deux opérations est comprise entre les cours 98 et 102 ; l'échelle des deux opérations est donc : A. 102, V. 98.

En effet :	95	+ 3
Réponse en hausse au-dessus de 102 à « 103 »	98	V. 0
X. lève la Vorpraemie et devient ainsi acheteur	99	— 1
ferme au cours de 101 Mks et liquide son achat	100	— 2
par une vente au cours de réponse à 103.	101	— 1
A. 101, V. 103, Bénéfice.....	+ 2 Mks	102 A. 0
Il a abandonné la Rückpraemie	103	+ 1
et résilié sa vente conditionnelle,		
	Perte	— 1 Mk
	Bénéfice total	+ 1 Mk.

Réponse en baisse au-dessous de 98 à « 95 ».

La Rückpraemie est levée, X. se porte vendeur ferme au cours de 99 et liquide sa vente par un achat au cours de réponse 95 :

V. 99, A. 95. Bénéfice.....	+ 4 Mks.
Mais la Vorpraemie est abandonnée et l'achat conditionnel résilié, perte.....	— 1 —
Bénéfice total	+ 3 Mks.

Réponse à 100. — Les cours sont restés stables ; le spéculateur n'a pas intérêt à lever la Vorpraemie, et à se porter acheteur à 101, parce qu'il est obligé de liquider cet achat par une vente à 100 ; sa perte serait de 1 Mk, à laquelle viendrait s'ajouter celle résultant de l'abandon de la Rückpraemie, 1. Mk Perte totale : — 2 Mks.

De même, s'il opte pour la vente en levant la Rückpraemie à 99, il perd en la liquidant. 1 Mk, plus la Vorpraemie abandonnée, 1 Mk. Perte totale : — 2 Mks.

Donc, quel que soit le parti qu'il prenne, sa perte est de 2 Mks ; il lui en reste cependant un troisième : il résilie son achat et sa vente conditionnelle en abandonnant les deux primes, perte : — 2 Mks.

Ce troisième parti est encore le meilleur puisqu'il n'entraîne pas de frais supplémentaires, tandis qu'en optant pour l'un des deux premiers, est obligé de liquider l'achat ou la vente ferme, de payer donc un courtage, ce qui rend son opération plus onéreuse.

2° Vendeur de Zweipraemie.

Le spéculateur X. vend une prime pour lever, *Vorpraemie*, à Y. au cours 101/1.

Le même spéculateur X. vend une prime pour livrer, *Rückpraemie*, à Z. au cours 99/1.

X. a convenu de vendre ferme à Y. au cours de 101, un titre dont le cours actuel est de 100 Mks, si ce dernier accepte de prendre livraison au moment de la réponse, et, s'il résilie le marché, de recevoir de Y. une prime à titre de dédit de 1 Mk; avec Z. il a consenti, au gré de celui-ci, soit à recevoir, en se portant éventuellement acheteur au cours de 99 Mks, des titres qui valent actuellement sur le marché 100 Mks, ou bien, si Z. résilie le marché, à recevoir de lui, à titre de dédit, une prime de 1 Mk.

X. reste donc à la disposition de ses deux contre-parties qui pourront éventuellement, l'une l'obliger à livrer, l'autre à recevoir des titres, suivant que les cours auront monté ou baissé; mais si elles n'usent pas de la faculté qu'elles se sont réservée, elles abandonneront toutes deux au profit de X. une prime.

Or, Y., acheteur conditionnel, lèvera la *Vorpraemie* si la réponse se fait au-dessus de 100 Mks, mais il ne gagnera qu'au-dessus de 101. Entre ces deux cours sa perte est plus ou moins grande.

Z., vendeur conditionnel, lèvera la *Rückpraemie* si le cours de réponse est inférieur à 100 Mks, mais il ne gagnera qu'au-dessous de 99 Mks.

Inversement, X. subira une perte au-dessus de 101 et au-dessous de 99. Dans le premier cas, il vend et livre à Y. au cours de 101 des valeurs qu'il est obligé de se procurer à un cours supérieur; dans le second, il reçoit de Z. des titres qu'il paie 99 Mks et qu'il ne pourra revendre sur le marché

qu'à un prix inférieur. Sa position avec chacun de ses contractants est la suivante :

Au-dessous de 99, Z. l'obligera à se porter acheteur, et, au-dessus de 101, Y. l'obligera à livrer, donc à être vendeur : A. 99, V. 101.

Si la Rückpraemie est levée, X. perd au-dessous de 99 Mk, mais la Vorpraemie est abandonnée + 1 Mk à son profit, ce qui diminue d'autant son prix d'achat : A. 98.

De même, si la Vorpraemie est levée au-dessus de 101 Mk, il bénéficie de la Rückpraemie, 1 Mk, qui augmente d'autant son prix de vente : V. 102.

L'échelle des deux opérations est : A. 98, V. 102.

En effet :

Réponse en hausse au-dessus de 101, à «105». Y. lève la Vorpraemie et se porte acheteur au cours de 101 ; afin de livrer les titres, X. les achète au cours de 105. Ainsi il a vendu 101 et achète 105, perte..... — 4 Mk.

Z. a abandonné la Rückpraemie, gain + 1 Mk.

Perte totale..... — 3 Mk.

<i>Réponse en baisse au-dessous de 99, à «97».</i>	95	— 3
Z. lève la Rückpraemie, et livre, en sa qualité	97	— 1
de vendeur, à X. des valeurs que ce dernier	98	A. 0
paie 99 Mk, et qu'il revend pour se liquider	99	+ 1
au cours de 97, perte.....	100	+ 2
Mais Y. lui a abandonné la	101	+ 1
Vorpraemie, bénéfice.....	102	V. 0
Perte totale.....	103	— 1
<i>Réponse à 100. — A ce cours Y. et Z. rési-</i>	105	— 3

lieront leur achat et vente conditionnels en abandonnant chacun une prime à X. Bénéfice + 2 Mk.

Il est facile, en décomposant les deux opérations, de se rendre compte qu'aux cours 99 et 101, X. gagnera 1 Mk, et qu'à 96 et 102 le bénéfice ou la perte seront nuls.

Le spéculateur, dans cette opération, vend ou achète à deux personnes différentes ; c'est ce fait qui distingue cette opération des options Put and Call anglais et du Stellage que l'on trouve à Paris, à Londres, et à Berlin dont elle se rapproche par la forme et dans lesquelles la vente et l'achat sont faits à une seule et même personne (1).

(1) Cf. Pac anglais, p. 199 et s.

CHAPITRE III

OPTION PORTANT SUR LE MODE D'EXÉCUTION DE LA CONVENTION

Marché à disposition (*Stellgeschaefte*, ou *Schluss auf Geben und Rechnen*).

SECTION PREMIÈRE

Stellage. — Stellgeschaefte.

1^o Définition.

Il est une autre opération qui porte en Allemagne le nom de *Stellgeschaefte* ou *Schluss auf Geben und Rechnen*, et qui confère au donneur le droit d'exiger, ou de faire la livraison à son choix, mais il est vrai en faisant ce choix à un cours déterminé à l'avance.

Soit X. « Acheteur » qui achète à Y. « Steller » ou « disposant » un « Stellage » ; X. peut demander à Y., en qualité d'*acheteur*, la livraison des valeurs qui font l'objet du Stellage (*Gestellt*) ou bien les lui livrer en qualité de *vendeur*. Réciproquement, si X. est disposant ou Steller, et offre le Stellage à Y. qui l'achète, il pourra se voir obligé, au moment de l'arrivée du terme du contrat, de livrer, ou bien de recevoir en livraison les valeurs, objet du contrat du Stellage, c'est-à-dire de devenir vendeur ou bien acheteur au gré de sa contre-partie. Cette option porte donc sur le *mode d'exécution* de la convention.

2^o Caractères particuliers.

1^o Absence de Prime. — Les traités destinés à consacrer de pareils marchés (*Stellbriefe*) fixent un plus haut cours pour le cas où celui qui dispose de l'option prendra livraison,

et se portera acheteur, et un plus bas cours pour le cas inverse.

Le Stellage ne renferme pas les deux caractéristiques ordinaires des options dont nous avons étudié la technique jusqu'ici : D'une part, *une prime* (options anglaises) ou *une prime plus un écart* (prime française) payés par l'acheteur conditionnel qui veut consolider son marché, une prime payée ou un prix moins élevé consentis par le vendeur conditionnel qui maintient son marché, et, d'autre part, une prime à titre de dédit abandonnée par l'un et l'autre s'ils résilient le contrat.

C'est cette dernière caractéristique qui manque dans le Stellage ; en principe, il n'est pas stipulé de dédit, mais l'acheteur de cette option, ne pouvant résilier le marché, se trouve dans l'obligation de se porter vendeur ou acheteur à un prix plus bas ou plus élevé, et si les cours n'ont passensiblement varié, le disposant réalise un bénéfice dans la même proportion où l'acheteur du Stellage, lui, subit une perte. C'est ce gain fait par le vendeur de Stellage qui correspond au profit réalisé par le vendeur d'option, quand une prime lui est abandonnée.

Le marché à « Stellage » est une « vente conclue sous la condition résolutoire que l'acheteur ne fera pas acte de vendeur, et, en même temps, une vente sous la condition suspensive que l'acheteur déclarera intervenir à titre de vendeur » (1).

2° Mode de cotation. — Sur le cours ordinaire de 100 Mks, celui qui se réserve le droit d'option doit, lorsqu'il conclut un marché à discrétion, payer en qualité d'acheteur un prix de 102 par exemple, et consentir, en qualité de vendeur, un prix de 98.

La différence entre les deux s'appelle *Spannung*, littéralement *tension*. Le Stellage, qui donne sensiblement les mêmes résultats que le Pac anglais, se distingue cependant de cette dernière option en ce que la notation des prix ne porte à Berlin que sur la tension ou l'écart entre les deux cours, tandis que le Pac, et même l'option Stellage, pratiqués à Londres et quelquefois en coulisse à Paris, s'expriment par deux cours séparés par une barre de fraction.

(1) Gosak, t. II, op. c., p. 255.

Berlin coterait le Stellage, par exemple 4 Mks, sur le cours 100 Mks, quelquefois aussi en tant pour cent; ici, 4% ;

Londres coterait le Pac ou le Stellage 98/102.

3° Prix du Stellage. — L'acheteur de Stellage peut faire un gain illimité si les cours s'élèvent au-dessus de 102 ou tombent au-dessous de 98, et sa perte est limitée si la réponse se fait sur un des cours compris dans cet écart. Inversement, le donneur de Stellage, ou disposant, ne peut réaliser qu'un gain limité, si les cours ne varient pas, mais subir une perte illimitée si la réponse se fait au-dessus de 102 ou au-dessous de 98, d'où il suit que l'écart entre les cours extrêmes *se tend* à mesure que les possibilités de fluctuations des cours augmentent, et donc de perte pour le disposant, et *se détend*, au contraire, en période de stabilité, quand les risques de variations, donc de perte pour le disposant, diminuent.

La perte maximum que peut subir l'acheteur de l'option est égale à la moitié de l'écart. En effet, si la réponse se fait sur le cours de 100, il opte pour l'achat ou pour la vente, mais, quelle que soit la décision qu'il prenne, sa perte ne peut être inférieure à 2 Mks.

On voit, par là, que l'écart se tend, on pourrait aussi dire que la prime augmente, puisqu'elle est égale à la moitié de l'écart, à mesure que les possibilités de fluctuations plus grandes de la valeur, donc de gain pour l'acheteur d'option, augmentent, en raison de la convention conclue à une échéance éloignée, ou en période de troubles sur le marché. On dit dans ces marchés que le disposant se couvre à la hausse et à la baisse par un écart qui est la somme de deux primes d'égale importance. Ce qui est vrai pour les Stellages et le Pac à Londres qui comportent deux cours extrêmes, auxquels l'accepteur d'option doit se porter acheteur ou vendeur, ne l'est plus à Berlin, et ce fait que beaucoup d'auteurs n'ont pas aperçu méritait d'être signalé.

En effet, Berlin, nous l'avons vu, sur un cours donné cote le Stellage sous la forme d'un nombre 4, ou en tant pour cent de la valeur 4%.

L'acheteur, moyennant le paiement de 2 Mks ou bien de la moitié de l'option acquiert le droit de se déclarer vendeur ou acheteur à un cours donné. Exemple : Sur une valeur

cotant 100 Mks ferme, il paiera 2 Mks à son Steller, et, lors de la réponse, à son gré, fera ou exigera livraison des titres qui ont fait l'objet du contrat (1).

Ainsi, il n'est pas tenu de se déclarer acheteur ou vendeur à un cours désigné, supérieur ou inférieur au cours ordinaire, il n'est pas limité par un écart rigide au-dessus et au-dessous du ferme ; il peut, et c'est à peu près toujours le cas, escompter plutôt la hausse que la baisse, ou réciproquement, et, en conséquence, restant libre d'apprécier l'importance des mouvements possibles dans un sens ou dans l'autre, il paie pour l'option un prix en raison des variations prévues dans un sens.

Exemple : Une valeur cote 300 Mks. Le spéculateur escompte une hausse de 3 Mks, et paie, par exemple, l'option 2 Mks, mais, dès ce moment, sa liberté est entière et n'est limitée que par l'obligation de prendre un parti, d'être acheteur ou vendeur au cours de 100, au lieu que l'acheteur du Pac doit et ne peut se déclarer vendeur ou acheteur qu'à deux cours donnés, l'un inférieur, l'autre supérieur à celui du ferme et séparés tous deux de ce dernier par un écart d'égale importance. Ex. : 100, ferme, Pac 98/102.

Le prix du Stellage est sensiblement égal à celui du Pac, mais est très supérieur à celui de la Zweipraemie : de la prime préalable et de la prime de retour.

En effet, sur le cours ferme de 100 Mks, on coterait :

Stellage, 98/102 ou bien 4 ;

Zweipraemie, 99/1 et 101/1, c'est-à-dire que l'accepteur du Stellage peut se porter soit acheteur ferme au cours de 102, soit vendeur ferme au cours de 98, tandis que l'acheteur de la Zweipraemie opte pour l'achat à 101 et la vente à 99. On pourrait à première vue croire que, de ces deux options qui comportent des droits égaux, l'une est plus onéreuse que l'autre, l'une offre des chances de gain plus grandes que l'autre, ce qui serait anormal ; en réalité, le fait que la Zweipraemie est plus

(1) Il est à remarquer que certaines Bourses allemandes cotent la tension « Spannung », ou l'Ecart total entre les deux cours extrêmes ; d'autres, au contraire, ne donnent que la moitié de cet écart représentant la perte maximum subie par l'acheteur.

avantageuse à l'acheteur d'option que le Stellage n'est qu'apparent et s'explique par un mode de cotation différent.

Dans le Stellage on considère les opérations comme liées ; le bénéfice ou la perte de l'accepteur ou du donneur sont nuls aux cours extrêmes ; tandis que dans l'option Zweipraemie, les deux primes qui la composent, Vorpraemie et Rückpraemie, sont considérées comme séparées et cotées comme telles, d'où il résulte qu'aux cours respectifs de chacune de ces primes, à 101, l'acheteur ne gagne rien sur la Vorpraemie, mais il perd la Rückpraemie, ce qui augmente son prix d'achat de 1 Mk. Donc A. 102 ; à 99, il ne gagne rien sur la Rückpraemie, mais perd la Vorpraemie, 1 Mk ; son prix de vente est diminué d'autant, donc V. 98.

Toutes choses égales par ailleurs, le cours auquel, dans le Stellage, le preneur est tenu de se déclarer acheteur doit être égal à celui auquel l'accepteur de l'option Zweipraemie est tenu de se porter acheteur, c'est-à-dire au cours de la Vorpraemie, augmenté de l'importance de cette dernière prime ; et celui auquel il est tenu de se déclarer vendeur est égal à celui auquel l'accepteur de la Zweipraemie se porte vendeur, c'est-à-dire au cours de la Rückpraemie diminué de cette dernière option.

Exemple : on cote ferme 500 Mks, 510/2 Vorpraemie
490/2 Rückpraemie
490/2 et 510/2 Zweipraemie.

Le Stellage sera coté 488/512.

Enfin, le prix du Stellage est égal à celui du Pac, parce que, dans cette dernière option, les deux primes sont considérées comme liées et font l'objet d'une vente ou d'un achat à la même personne ; d'où il suit que le prix du Pac est exprimé sous la forme d'une somme égale aux deux options Put and Call, qui correspond au risque de perte maximum qu'encourt l'acheteur et est égale à la moitié de la tension (Spannung), ou écart du Stellage, qui représente aussi le perte maximum éventuelle de l'accepteur de cette dernière option.

On cote : Rio, 40 £ call f. c. 1 £.
put f. c. 1 £.
pac f. c. 2 £.

Sous la forme allemande, on coterait :

Vorpraemie	41/1.
Rückpraemie	39/1.
Zweipraemie	39/1 et 41/1.

Le Stellage serait coté 38/42 £.

3^o Acheteur de Stellage.

Ex. : X. achète un titre 100 Mks pour Stellage 4 Mks ou bien 98/102.

X. optera pour l'achat au-dessus du cours 100, et pour la vente au-dessous.

a) *Achat d'un Stellage, vente ultérieure en hausse et rachat en baisse.*

1^{er} janvier, X. achète 100 Mks, 4 Mks pour Stellage ou 98/102.

10 janvier, X. vend ferme à 105.

Réponse au-dessus de 100 Mks. — Option pour l'achat à 102.

A. 102 liquidé par V. 105 : Bénéfice + 3 Mks.

Réponse au-dessous de 100 Mks. — Option pour la vente à 98.

V. 98 et V. 105 liquidées par A² à 99 : Bénéfice + 2 Mks

b) *Achat d'un Stellage. Achat ultérieur en baisse et rachat en hausse.*

	90	+ 8
	95	+ 3
1 ^{er} janvier, X. achète 100 Mks, 4 Mks	98	V. 0
pour Stellage ou 98/102.	99	— 1
10 janvier X. achète ferme à 95 Mks.	100	— 2
Réponse au-dessous de 100. — Option	101	— 1
pour vente à 98	102	A. 0
A ¹ 95 Mks liquidé par V ¹ 98 : Bénéfice	105	+ 3
+ 3 Mks.	110	+ 8

Réponse au-dessus de 100. — Option pour achat à 102.

A¹ 95 et A¹ 102 liquidés par V² 105, Bénéfice + 3 Mks.

En un mot, l'acheteur de Stellage qui, profitant d'une fluctuation des cours, vend au-dessous de 102 ou achète au-dessous de 98, s'assure un bénéfice que la réponse ne saurait modifier.

4^o Vendeur de Stellage.

a) *Vente d'un Stellage liquidé par l'achat d'un Stellage avec un écart plus petit.*

Ex. : 1^{er} janvier, V. 100 Mks, 4 Mks pour Stellage ou 98/102.

20 janvier, A. 100 Mks, 2 Mks pour Stellage ou 99/101.

En hausse : V. 102 liquidée par A. 101 : Bénéfice + 1 Mk.

En baisse : A. 98 liquidé par V. 99 : Bénéfice + 1 Mk.

b) *Vente de Stellage contre vente ferme et achat du double de Vorpraemie.*

Ex. : 1^{er} janvier, V. 98/102.

15 — V¹ 99, A² 100/1.

En hausse : A¹ 98 liquide V¹ 99 : Bénéfice + 1 Mk.

A² 100 liquide V¹ 102 : Bénéfice + 2 Mk.

Reste A¹ à 100 non liquidé en hausse.

En baisse : A. 98 liquide V¹ 99 : Bénéfice + 1 Mk.

Les primes A² 100/1 sont abandonnées, et la vente ferme à 99 est liquidée par un achat ferme au cours de réponse.

c) *Vente du Stellage et achat ferme.*

V. 98/102 Stellage ;

A. 100 ferme

En hausse : option pour la vente .

A. 100 liquidé par V. 102 : Bénéfice + 2 Mks.

En baisse : option pour achat.

A. 100 et A. 98 : cours d'achat moyen A. 99.

d) *Vente du Stellage et vente ferme.*

V. 98/102 Stellage.

V. 100 ferme.

En hausse : option pour vente.

V. 102 et V. 100 = V. 101.

En baisse : option pour l'achat.

A. 98 liquidé par V. 100 : Bénéfice + 2 Mks.

e) *Vente du Stellage et achat à prime, Vorpraemie.*

V. 98/102 Stellage.

A. 101/1 Vorpraemie.

En hausse : A. 101/1 est levé, et liquidé par V. 102. Bénéfice + 1 Mk.

En baisse : prime abandonnée qui diminue le prix de vente
 $V. 98 - 1 = V. 97.$

f) *Vente du Stellage et vente ferme contre achat à prime, Vorpraemie.*

V. 98/102 Stellage.

V. 100 ferme, A. 101/1 Vorpraemie.

En hausse : V. 100 liquidée par A. 101/1 ; reste la vente du Stellage non liquidée.

En baisse : A. 98 liquidé par V. ferme 100 : Bénéfice + 2 Mk
 Prime abandonnée : Perte - 1 Mk.
 Bénéfice + 1 Mk.

SECTION II

Prime à double tranchant « Das Zweischneidige Praemiengeschaeft ».

1^o **Définition.** — Dans les marchés à primes à double tranchant, (Zweischneidige Praemiengeschaefte), il n'y a que deux parties : l'une, donneur de prime, s'engage envers l'autre, l'accepteur de prime, à lui fournir les valeurs ou à les recevoir de lui, ou à considérer le marché tout entier comme non avenu, le tout au choix de ce dernier.

En conséquence, le spéculateur a un droit d'option qui lui permet, soit de *livrer lui-même*, soit *d'exiger la livraison*, soit *d'annuler le marché*.

Ce droit, il l'achète au moyen d'une prime, et la prime il ne la perd que s'il renonce au marché, ce qu'il fera si les cours ne se sont pas modifiés du tout, ou se sont modifiés seulement dans les limites de cette prime, à moins que l'opinion qu'il a sur la marche des cours ne le décide à livrer ou à prendre livraison.

Au cas contraire, le spéculateur fera ou exigera la livraison selon que les cours auront baissé ou monté.

Cette option a des caractères communs avec la Zweipraemie d'une part, et le Stellage d'autre part.

Comme le Stellage, elle comporte deux cours, l'un supérieur au cours du ferme, auquel le spéculateur peut se porter

éventuellement acheteur, l'autre inférieur auquel il se déclare vendeur.

Mais l'accepteur du Stellage est tenu obligatoirement de maintenir le marché conclu, son option réside dans la possibilité de se déclarer vendeur ou acheteur à un cours donné, tandis que l'acheteur de Zweischneidige, en outre du droit qu'il possède aussi d'opter pour l'achat ou la vente, a la faculté supplémentaire de résilier purement et simplement la convention.

Comme la Zweipraemie, et à la différence du Stellage, il est stipulé une prime grâce à l'abandon de laquelle le spéculateur possède le droit de résiliation dont nous venons de parler.

Tandis que la Zweipraemie est le cumul de deux achats, ou de deux ventes, de la prime Vorpraemie et Rückpraemie, faits par un même spéculateur à deux personnes différentes, deux parties seulement figurent dans l'opération : « das Zweischneidige Praemiengeschaefte », chacune acheteur ou vendeur des deux primes à la fois.

Enfin, il n'est pas dans cette opération rigoureusement nécessaire que les valeurs à livrer ou à exiger soient de la même espèce.

2° Mode de cotation et prix de la Zweischneidige. — De ce que l'acheteur de l'option Zweischneidige possède, en plus des droits de l'acheteur du Stellage, la faculté de résilier la convention, il résulte que le prix de la première option doit être plus élevé que celui de la seconde.

Soit une valeur cotant ferme 100 Mks.

La Zweipraemie est cotée 99/1 et 101/1.

Le Stellage est coté 98 et 102.

En effet, l'acheteur de la Zweischneidige a la faculté de se porter vendeur ou acheteur, et ce premier avantage, comme l'acheteur du Stellage, il l'acquiert s'il convient avec sa contre-partie de se déclarer acheteur à un cours plus élevé ou vendeur à un cours plus bas que le cours ferme actuel. Donc V. 98, A. 102.

Mais il possède un second privilège dans la possibilité qu'il a de réduire à néant son marché.

Si on considère l'écart et la quotité de la prime que l'acheteur

des options simples Vorpraemie et Rückpraemie doit consentir à son vendeur pour avoir le droit de résilier le marché, il est possible de déterminer approximativement, à un cours donné, l'importance du dédit qu'exigerait un donneur d'option, de sa contre-partie, pour lui accorder la faculté d'annuler la convention conclue.

Les avantages accordés à sa contre-partie par un acheteur conditionnel sont représentés par le cours de la Vorpraemie Exemple : 101/1, et comportent le paiement en hausse d'un écart, et, en baisse, d'une prime ; ceux accordés par le vendeur conditionnel sont représentés par le cours de la Rückpraemie et comportent en hausse le paiement d'une prime, et, en baisse, d'un écart 99/1 ; mais à mesure que l'écart augmente, la prime diminue, d'où il suit qu'au cours de 98 fr. 50 ou de 101,50, elle n'est plus que de 0,75, et à celui de 98 ou 102, de 0,50. Ainsi pouvant se porter acheteur ou vendeur respectivement aux cours de 98 ou 102, l'accepteur de Stelage acquiert encore le droit supplémentaire de résilier le tout, en achetant deux primes de 0,50, en tout 1 Mk.

L'option Zweischneidige est ainsi cotée 97,50/102,50, ou bien encore sous la forme allemande représentée par une « tension » (Spannung) égale à 5 Mks.

3° Vendeur de Zweischneidige. — Le vendeur de cette option ne peut réaliser qu'un bénéfice limité et subir une perte illimitée, par contre il a de grandes chances de le réaliser.

S'il ne s'est pas préalablement cou-	93	— 4
vert il est obligé de livrer en hausse, à	97	0
sa contre-partie, qui se déclare acheteur,	97,50	A. — 0,50
les titres objet de la convention, et,	98	+ 1
en baisse, il lui est fait livraison de	99	+ 1
valeurs qu'il doit payer à un prix	100	+ 1
supérieur à celui auquel il peut les	101	+ 1
revendre sur le marché.	102	+ 1

Par contre, étant acheteur à un cours	102,50	V. — 0,50
inférieur, et vendeur éventuel à un cours	103	0
supérieur à celui actuellement coté,	105	— 2
il gagne si les fluctuations des cours	106	— 3

ne sont pas plus grandes que l'écart entre ces deux points extrêmes.

V. 97, 50 et 102,50 pour l'option Zweischneidige.

Hausse : Réponse 106. — Il doit livrer à sa contre-partie des valeurs qui ne lui seront payées que 102,50 et qu'il doit se procurer sur le marché au cours de 106.

V. 102,50, A. 106 : Perte — 3,50

Mais la prime vendue à
97, 50 lui est abandonnée,

Gain + 0,50

Perte totale — 3

Baisse : Réponse 93. — Le vendeur paie ici pour des titres qu'on lui livre la somme de 97,50, mais il ne peut les revendre que 93.

A. 97,50, V. 93 : Perte — 4,50

La prime vendue à 102,50
lui est abandonnée,

Gain + 0,50

Perte totale — 4

Réponse entre 97,50 et 102,50. — Entre les cours 99 et 101 inclus, la contre-partie a annulé le marché et abandonné les primes, d'où il suit que le bénéfice du vendeur d'option ne peut jamais être supérieur à la somme des primes vendues $+ 0,50 + 0,50 = 1$ Mk.

Aux cours 98 et 102, elle a abandonné les primes, ou bien opté pour l'achat ou la vente ferme, mais, quoi qu'il en soit, le bénéfice du vendeur est toujours égal à 1 Mk.

A 97,50 et 102,50, il ne gagne que 0,50.

A l'inverse du Stellage, on voit que si le bénéfice du vendeur est plus petit, la zone de gain est plus étendue; nous trouvons ici l'application d'un principe dont nous avons déjà parlé; c'est que les possibilités de gain pour l'acheteur conditionnel augmentent quand l'importance du gain diminue et inversement.

4° Acheteur de Zweischneidige. — On ne saurait pour pour l'option Zweischneidige calculer les risques de l'acheteur ou du vendeur de la même façon que pour la Zweipraemie ou le Stellage, bien que celles-ci comportent un mode de cotation à peu près semblable.

Ex. : ferme cote 100, 97,50/050 et 102,50/0,50 f. c. Zweischneidige.

En hausse, le gain de l'acheteur d'option commence au-dessus de 102,50, en baisse au-dessous de 97,50, si l'on considère les deux opérations comme séparées, mais, en fait, la position du spéculateur est la suivante :

Hausse au-dessus de 102,50 à : 105. Si la réponse se fait au-dessus du cours de la prime, l'accepteur d'option a intérêt à se déclarer acheteur au cours de 102,50 et se liquide en revendant à 105, Bénéfice + 2,50

Mais, en baisse, il a résilié sa vente conditionnelle et abandonné la prime, Perte — 0,50

Bénéfice total + 2

<i>Baisse au-dessous de 97,50 : à 90.</i>	90	+ 7
Il se déclare ici vendeur et se liquide	97	0
en achetant ferme au cours de réponse.	97,50	V. — 0,50
V. 97,50, A. 90, Gain : + 7,50.	98	— 1
Mais l'achat conditionnel est annulé	99	— 1
et la prime abandonnée : Perte — 0,50	100	— 1
Gain total + 7.	101	— 1
<i>Réponse entre 97,50 et 102,50. — Dans</i>	102	— 1
le Stelling, l'acheteur d'option est	102,50	A. — 0,50
tenu de prendre un parti, il opte, si la	103	0
réponse se fait au-dessus du ferme, pour	104	+ 1
l'achat, et au-dessous, pour la vente, et,	105	+ 2

si elle se fait exactement sur ce cours ferme, il perd une somme égale à la moitié de la « tension ». Mais l'acheteur de la *Zweischneidige* résiliera le marché si les cours n'ont pas sensiblement varié par rapport au ferme, et si la perte qu'il subirait en se portant acheteur ou vendeur était supérieure à la somme des primes engagées. D'où il résulte que si la réponse se fait sur un des cours compris entre 99 et 101 inclus, il abandonnera les primes.

Ainsi, à 97,50 : Perte.....	— 0,50
A 98, 99, 100, 101, 102, la perte est constante et	
égale à	— 1
A 102,50 Perte.....	— 0,50

Aux cours 98 et 102, l'acheteur d'option, en se déclarant respectivement vendeur et acheteur, ne subit pas une perte supérieure à celle qui résulterait pour lui de l'abandon des

primes ; il opte cependant pour cette dernière solution qui lui évite le paiement de courtages supplémentaires.

En un mot, l'acheteur de la *Zweischneidige* gagne en hausse au-dessus du cours auquel il peut se déclarer acheteur majoré de la prime abandonnée, et, en baisse, au-dessous du cours auquel il peut se porter vendeur diminué de la prime abandonnée.

Dans l'exemple précédent, la zone bénéficiaire de sa position est comprise entre 97 et 103.

CHAPITRE IV

OPTIONS PORTANT SUR L'ÉPOQUE DE L'EXÉCUTION

Marché mobile ou d'escompte (Das Wandelgeschaefte ou Escomptegeschaefte).

SECTION PREMIÈRE

Das Wandelgeschaefte.

1^o Définition. — Le marché mobile ou marché d'escompte, « Das Wandelgeschaefte » ou « Escomptegeschaefte », ou « der Schluss auf früheres oder späteres Verlangen », est un marché avec terme ordinaire dans lequel une des parties peut réclamer à volonté l'exécution avant le terme. Ici, l'option qui est accordée à l'acheteur de prime s'exerce par rapport à *l'époque de la livraison*.

Si c'est le vendeur qui a ce droit, le marché est dit : « Vente sur dénonciation », Verkauf auf Ankündigung ; si c'est l'acheteur, il est appelé : « Achat à livraison », Kauf auf tagliche Lieferung.

a) *L'époque* convenue entre les parties peut être fixée dans le contrat à la liquidation de fin de mois courant ou fin de mois prochain d'une façon précise (fixe Lieferung).

Ex. : X. achète le 1^{er} janvier des titres à échéance du 1^{er} mars ; il ne pourra pas en demander livraison avant cette date.

b) Ou bien une des parties a la faveur d'exiger, respectivement de faire livraison *avant le délai extrême assigné à l'exécution*, par exemple après un certain délai : 15 jours, 1 mois, 2 mois ; mais si elle n'a pas trouvé, après l'expiration de ce délai, une occasion favorable pour user de ce privilège, elle peut encore attendre la date fixée pour l'échéance (fixe und taegliche).

Ex. : X. a conclu un achat le 1^{er} janvier à échéance du 1^{er} mars et s'est réservé la faculté de pouvoir en demander l'exécution un mois après : il pourra user de ce droit depuis le 1^{er} février jusqu'au 1^{er} mars.

c) Il se peut enfin que la convention permette l'usage du privilège à partir même du jour où elle a été passée, «*tægliche Lieferung*». Dès le jour de la conclusion du contrat, le privilégié a toute la durée de la liquidation pour exiger l'exécution du marché. L'option peut ainsi *s'exercer à partir d'une époque fixée jusqu'au dernier jour établi pour la livraison* :

X. achète le 1^{er} janvier à échéance du 1^{er} mars mais avec le droit de demander livraison «*au premier jour*», per Ultimo *tægliche*. Dès que se présentera l'occasion de revendre les titres achetés «*au comptant*», livrables immédiatement, il les «*dénonce*», c'est-à-dire en réclame livraison à son vendeur.

Nous venons de voir que l'option s'exerce, en général, depuis une époque fixée, et postérieure au marché, jusqu'au dernier jour établi pour la livraison ; mais, dans certains cas, aussi pendant la période qui suit la conclusion du marché jusqu'à une date déterminée par les parties ; dans l'exemple choisi ci-dessus, l'acheteur de l'option ne pourrait exiger livraison, ou livrer, que pendant une période limitée, partant du jour de l'achat, c'est-à-dire pendant le mois de janvier, à l'expiration de laquelle il aurait perdu tout droit.

2^o Acheteur dans le marché *Wandelgeschaefte* (Kauf auf *tægliche Lieferung*).

Celui au profit duquel est consenti un droit d'option par rapport à l'époque de l'exécution du marché ne paie pas une prime, mais un écart, c'est-à-dire qu'il se porte acheteur à un cours plus élevé que le cours ferme actuel.

Mais ce privilège a une importance plus ou moins grande suivant qu'il peut s'exercer pendant les 15, 30, 45 jours qui précèdent l'échéance du marché, et doit être acquis, en conséquence, à un prix plus ou moins élevé ; d'où il résulte que le facteur variable de ces genres de marchés est l'écart, qui se tend à mesure que croît la période pendant laquelle le spéculateur pourra user de son privilège, et se détend quand celle-ci diminue.

Ex. : Soit une valeur dont le cours ferme est de 100 Mks au 1^{er} janvier, le spéculateur achètera la faculté d'exiger la livraison à son gré : « Taegliche ».

Pendant :	en consentant à payer :
2 mois, janvier et février	104 Mks
1 mois 1/2, du 14 janvier à fin février	103 Mks 1/2
1 mois, du 1 ^{er} février à fin février	103
15 jours, du 15 février à fin février	102 Mks 1/2

La situation du donneur d'option qui est, en général, un spéculateur à découvert sans titre, est particulièrement dangereuse, parce que sa contre-partie exigera la livraison quand les cours seront en hausse, et, en conséquence, toujours à un moment défavorable pour lui; obligé alors de se couvrir, il accentuera encore la hausse par une demande qui doit être satisfaite immédiatement. De plus, le spéculateur vendeur de prime, au cas même où sa contre-partie abandonne son droit, ne recueille aucun bénéfice puisqu'il n'est pas stipulé de dédit; pour ces deux raisons, il se couvre largement en hausse, en convenant d'un prix de vente élevé et comportant un écart important avec le ferme.

Ex. : Le ferme cote 100 Mks.

A. 104 Mks fin février pour le droit d'exiger livraison pendant les mois de janvier et février.

A. 103 Mks fin février pour le droit d'exiger livraison pendant le mois de février seulement.

Gain : Au-dessus de 104 et 103.

Perte : Au-dessous de 104 et 103.

3^o Vendeur dans le marché Wandelgeschaefte (Verkauf auf Ankündigung). — Le vendeur aussi peut acquérir le droit d'effectuer la livraison des titres et d'exiger leur paiement pour une *échéance fixe*, ou après une *certaine date*, ou bien encore *à partir du jour de la convention*.

Il doit consentir à sa contre-partie et accepter un prix de vente d'autant plus bas, ou un écart en baisse d'autant plus grand, que le risque qu'encourt celle-ci est plus important.

Le vendeur à échéance de fin février paiera :

96 Mks la faculté de pouvoir livrer à son gré pendant janvier et février ;

96,1/2 la faculté de pouvoir livrer à son gré du 15 janvier à fin février ;

97 Mks la faculté de pouvoir livrer à son gré du 1^{er} février à fin février ;

97,1/2 la faculté de pouvoir livrer à son gré du 15 février à fin février.

Ex. : Vente à 96 Mks pour le droit de livrer pendant deux mois.

Bénéfice : au-dessus de 96 Mks.

Perte : au-dessous de 96 Mks.

La faculté d'escompte (das Kündigen) existe à Paris au profit de l'acheteur, mais elle ne fait pas l'objet d'un marché spécial, et, de plus, les acheteurs n'y ont recours que très rarement.

A la différence des marchés à options, Zweipraemie, Zweischneidige, qui sont conditionnels, et peuvent être résiliés, l'Escomptegeschaefte est ferme.

De plus, il ne comporte pas de prime, comme la Vorpraemie, ou la Rückpraemie, mais un écart, comme le Stelage, qui est le seul profit du donneur de cette option.

CHAPITRE V

OPTIONS PORTANT SUR L'OBJET DE L'EXÉCUTION

Berlin connaît encore certains marchés dans lesquels le vendeur ou l'acheteur peuvent, lors de l'échéance, modifier l'objet de la convention, en faisant ou demandant livraison d'une quantité supérieure ou inférieure de titres à celle qui avait été convenue.

SECTION PREMIÈRE

Nochgeschaefte.

Option donnant le droit de demander en livraison ou de livrer une quantité plus grande de valeurs « Nochgeschaefte » que celle convenue.

Le marché dit « Nochgeschaefte » est un marché ordinaire avec terme non conditionnel et conclu relativement à une quantité donnée de valeurs, mais l'acheteur d'option y trouve l'avantage d'augmenter encore la masse des valeurs convenues, d'une quantité déterminée.

Quand l'option appartient à l'acheteur, celui-ci est en droit de réclamer un plus grand nombre de valeurs du vendeur qui doit les livrer; quand, au contraire, elle appartient au vendeur, celui-ci est autorisé à en livrer une plus grande quantité à l'acheteur qui doit en prendre réception « Schluss auf noch und mit uoch », « conclusion avec le surplus ».

A) Nature de ces Marchés.

L'opération n'est qu'un simple marché à livrer pour la portion fixe qui doit être acceptée ou fournie, et elle a, au contraire, tous les caractères d'un marché à prime en tant

qu'elle concerne les valeurs qui peuvent être encore réclamées ou livrées *ex post facto*.

En un mot, il y a une *partie ferme* et une *facultative*, et c'est sur cette dernière seule que s'exerce le droit d'option.

B) Prix de l'option réservée à l'acheteur.

Il n'y a pas de prime dans le marché *Nochgeschaefte*, mais un « écart » consenti par l'acheteur du droit d'option à sa contre-partie : celui-là, en achetant la partie ferme à un cours plus élevé que le cours ferme actuel, se réserve le droit d'exiger la livraison, si les cours sont en hausse, d'une quantité supérieure à celle convenue. L'écart porte donc aussi sur le facultatif.

Le prix de l'option donnant le droit de demander la livraison d'une quantité facultative équivalente à celle achetée ferme est égal au tiers de la Zweipraemie ou de la somme des deux primes Rückpraemie et Vorpraemie.

Ex. : Soit une valeur qui cote ferme 300 Mks et 297 3 Rückpraemie et 303 3 Vorpraemie : l'option « mit noch » sur la même valeur sera achetée au cours ferme de 300 Mks majoré du tiers de 6 Mks, donc à 302 Mks.

Il est évident que si l'acheteur a le droit d'exiger la livraison de 3 fois plus (*mit dreifachem*), 4 fois plus, etc..., le prix de l'option s'élève à mesure que le droit d'option s'exerce sur une plus grande quantité, et sera de 104, 106, etc...

Cette option correspond au *Call of More* anglais.

1^o Achat de l'option « mit noch » réservée à l'acheteur.

— L'acheteur du « mit noch » ne subit en baisse de perte que sur l'achat ferme, tandis qu'il gagne en hausse sur l'achat ferme et la partie facultative dont il réclame livraison ; en un mot, s'il perd sur un achat de 100 titres en baisse, il gagne sur 200 en hausse.

Ex. : Le Ferme cote 300. A. 100 titres à 302	310	+ 16
pour « mit noch ».	315	+ 26
	320	+ 36
	325	+ 46

2° Vente de l'option « mit noch » réservée à l'acheteur.

— Le vendeur de cette option ne livrera en baisse à sa contrepartie que la quantité de valeurs qui a fait l'objet de la convention, mais s'engage en hausse à lui en livrer le double. On voit, par là, le risque qu'il court s'il n'achète pas en même temps ferme, ou s'il ne possède pas déjà les valeurs qu'il doit livrer.

L'échelle de la position du vendeur est l'inverse de celle décrite plus haut; en baisse, il gagne sur 100 titres et perd, en hausse, sur 200.

L'option « mit noch » réservée à l'acheteur découle de l'achat de la Zweipraemie pour la moitié des titres constituant le « mit noch » combiné avec un achat ferme de 3 fois le nombre de titres représentés par la Zweipraemie.

Ex. : L'option « mit noch » de 100 titres à 302 correspond à :

Un achat de 50 titres pour la Zweipraemie, à 299/305 et à un achat ferme de 150 titres, à 300 Mks.

Hausse : L'option Rückpraemie est abandonnée et la Vorpraemie est levée :

Donc : A. 50 titres à 302 + 6 Mks = A. 308 et A. 150 titres à 300 = A. 200 titres à 302 Mks.

Baisse : L'option Vorpraemie est abandonnée et la Rückpraemie levée.

Donc : V. 50 titres à 302 — 6 Mks = V. 296 qui sont liquidés par un : A. 50 titres à 300, Perte = — 4 Mks.

Le prix d'achat des 100 titres restants ressort au cours de 302 Mks.

Ainsi cette double opération donne des résultats identiques à ceux d'un achat « mit noch » de 100 titres à 302 Mks.

En hausse : le facultatif est levé, donc A. 200 titres à 302.

En baisse : le facultatif est abandonné, donc A. 100 titres à 302.

C) Prix de l'option réservée au vendeur.

Le vendeur ferme acquiert le droit de livrer en baisse une plus grande quantité de valeurs que celle convenue en consentant à recevoir de sa contrepartie, en échange, un prix inférieur à celui coté ferme. L'écart entre les deux constitue le profit du vendeur d'option.

Le prix de l'option donnant le droit de faire livraison d'une quantité facultative équivalente à celle vendue ferme est égal au tiers de la Zweipraemie, ou de la somme des primes Rückpraemie et Vorpraemie.

Dans l'exemple choisi précédemment, le vendeur se réserve l'option « mit noch » en se contentant du prix de vente 298.

1° Achat de l'option « mit noch » réservée au vendeur.

— Le vendeur abandonne l'option « mit noch » qu'il a achetée si les cours sont en hausse, il subit, de ce fait, une perte limitée sur le ferme vendu, et la lève, si les cours sont en baisse, en faisant livraison du ferme vendu et du facultatif.	275	+ 46
	280	+ 36
	295	+ 6
	298 V.	0
	300	— 2
	305	— 7

Ex. : Ferme cote 300. 310 — 12

V. 100 titres à 298 pour « mit noch ». 320 — 22

Perte au-dessus de 298, sur 100 titres vendus à ce cours et gain au-dessous sur 200 titres livrés.

2° Vente de l'option « mit noch » réservée au vendeur.

— Réciproquement, le vendeur de cette option peut subir en baisse une perte illimitée en raison de l'obligation où il se trouve de prendre livraison en payant le prix, d'une quantité de valeurs supérieure à celle convenue, exemple 200, tandis qu'en hausse, il ne gagne que sur 100 titres. Il est vrai qu'il est acheteur à 298.

Cette option correspond au put of more anglais (1).

L'option « mit noch » réservée au vendeur découle de l'achat de la Zweipraemie pour la moitié des titres constituant le « mit noch », combiné avec un Achat ferme de trois fois le nombre de titres représentés par la Zweipraemie.

Ex. : L'option « mit noch » de 100 titres à 298 correspond à achat de 50 titres pour la Zweipraemie à 295/301 et à une vente ferme de 150 titres à 300 Mks.

Hausse : La Rückpraemie est abandonnée et la Vorpraemie levée.

(1) Les combinaisons nombreuses auxquelles donnent lieu ces deux options sont les mêmes sur le marché de Berlin qu'à Londres Cf. *supra* le Marché de Londres.

Donc : A. 50 titres à 298 + 6 Mks = A. 304 qui est liquidé par une vente de 50 titres à 300 : Perte — 4 Mks. Le prix de vente des 100 titres restants ressort au cours de 298.

Baisse : La Vorpraemie est abandonnée et la Rückpraemie levée.

Donc V. 50 titres à 298 — 6 Mks = V. 292 et V. 150 titres à 300 = V. 200 titres à 298 Mks.

Ainsi pour le spéculateur, la position résultant de ces deux opérations combinées correspond bien à un « mit noch » de 100 titres à 298.

En hausse : V. 100 titres.

En baisse : V. 200 titres.

SECTION II

Schluss auf fest und offen

Option donnant le droit de demander livraison ou de livrer une quantité inférieure de valeurs à celle convenue.
(Schluss auf fest und offen) (Contrat ferme et libre).

1^o Définition. — L'acheteur de prime se réserve le droit de ne pas acheter, respectivement de ne pas livrer, une certaine portion de valeurs en jeu, sous la condition d'accepter le restant à un cours plus élevé, respectivement de livrer à un cours moins élevé, que celui qui est établi pour la totalité des valeurs, selon qu'il consent à jouer le rôle d'acheteur ou de vendeur.

Cette opération est l'opposée du Nochgeschaefte en ce sens que le privilégié peut diminuer en partie l'objet de son marché pour 1/2, 1/3, 1/4, tandis que, dans le marché « mit noch », il accroît la quantité des valeurs achetées ou vendues en demandant ou faisant livraison d'une quantité de valeurs double, triple, quadruple de celle convenue.

Entre ces deux options, il y a cette seule différence, c'est que dans la première l'acheteur de prime peut *ajouter* à la masse conventionnelle tandis que, dans la seconde, il ne peut y opérer que des *retranchements*, dans une mesure parfaitement déterminée dans l'un comme dans l'autre cas.

Ce genre de marché se décompose en deux opérations : l'une ferme, l'autre conditionnelle, celle-ci fait l'objet de l'option et peut seule être modifiée.

2° Prix de l'option réservée à l'acheteur. — Comme dans le *Nochgeschaefte* il n'y a pas de prime stipulée au profit du donneur d'option, mais un « écart ». Le prix de l'option est donc représenté par l'achat du ferme à un cours plus élevé ou la vente du ferme à un cours moins élevé que le cours actuel ferme ; ainsi, le donneur d'option n'encaisse pas de prime si sa contre-partie n'use pas de la faculté de se retirer pour partie, mais se trouve avoir vendu ou acheté à un cours plus bas ou plus élevé.

Le prix de l'option donnant le droit de résilier le marché pour une partie facultative égale à celle convenue ferme est égal au tiers de la *Zweipraemie* ou de la somme des deux primes *Rückpraemie* et *Vorpraemie*.

Soit une valeur cotant ferme 300 Mks, 297/3 *Rückpraemie*.
303/3 *Vorpraemie*.

L'option « mit Ankündigung » vaudra 302 Mks environ.

3° Prix de l'option réservée au vendeur. — Réciproquement un vendeur achètera le droit de ne livrer que les trois quarts, la moitié, ou le quart des valeurs qui ont fait l'objet de convention, en consentant à ne recevoir de sa contre-partie qu'un prix inférieur à celui actuellement coté.

Entre les deux, il y a un écart qui est d'autant plus grand que le droit pour une partie de se retirer porte sur une plus grande quantité.

Sur la même valeur cotant ferme 300 Mks, l'option « *Schluss auf fest und offen* » vaudra 297, 296,50, 296 Mks, etc..., si elle porte sur les trois quarts, la moitié, le quart des valeurs du contrat.

L'option « *Schluss auf fest und offen* » donne des résultats identiques à ceux du « mit noch ». En effet, d'après celle-ci, le spéculateur convient d'une quantité ferme, et se réserve le droit de l'accroître en y ajoutant une quantité facultative ; d'après celle-là, il convient d'une quantité ferme et facultative aussi, mais il possède le droit d'abandonner le facultatif ; il est évident que, dans l'un et l'autre cas, il fera usage de son privilège dans la mesure où les cours lui seront favorables,

soit en faisant ou exigeant livraison d'une plus grande ou d'une moins grande quantité de valeurs que celle convenue.

D'où il résulte que les avantages et les risques des deux options sont les mêmes.

APPENDICE

On voit, d'après l'exposé que nous venons de faire des marchés à primes en Allemagne, qu'en dehors du *Nochgeschaeft*, du *Schluss auf fest und offen* et de l'*Escomptegeschaeft*, celui qui a le droit d'option peut gagner d'une manière illimitée, mais ne peut perdre que dans certaines limites, tandis que sa contre-partie peut perdre d'une manière illimitée, et ne peut gagner que dans certaines limites. Mais le prix d'achat et de vente est modifié en faveur de cette dernière de la valeur de l'écart par rapport aux cours et par suite il est plus probable que le gain sera réalisé par elle que par celui qui a l'option; et ainsi la possibilité de gain est illimitée pour ce dernier, d'après les chiffres, mais il est peu vraisemblable que le gain soit réalisé; la possibilité de gain pour sa contre-partie est limitée, d'après les chiffres, mais il y a beaucoup de vraisemblance pour que ce gain soit réalisé.

Ainsi les marchés de Berlin offrent aux spéculateurs un champ d'action très vaste et très varié; les combinaisons auxquelles se prêtent les opérations à primes sont nombreuses. Moser prouve par la méthode analytique que les primes ordinaires et les *Stellages* permettent douze combinaisons différentes; avec les *Nochgeschaeft* trente-neuf apparaissent comme possibles (1).

Sauf en ce qui concerne l'*Escomptegeschaeft*, celui qui a le droit d'option dans les autres marchés doit faire déclaration de son option trois jours avant la fin du mois: « Déclaration de prime », « Réponse de Prime », « *Praemierklärung* ».

Quant au reste, les marchés à primes sont soumis aux règles des opérations avec terme (*auf Zeit*) ordinaires, en ce qui concerne la distinction entre les marchés à primes officiels et non officiels et les conséquences qu'entraîne l'inscription des partis au *Registre de la Bourse*, etc...

(1) Hoser, *Die wirtschaftliche Rolle volkswirtschaftlicher Schriften*, t. II, p. 35.

CONCLUSION

CRITIQUES ET REPROCHES ADRESSÉS AUX MARCHÉS A PRIMES. RÉFUTATION

CHAPITRE PREMIER

**LES MARCHÉS A PRIMES NE REPOSENT PAS
SUR LE HASARD ET NE SONT PAS IMMORAUX
EN RAISON DE LA FACULTÉ QU'A UNE PARTIE
« DE LIMITER SES RISQUES ».**

Les marchés à primes, plus encore que les marchés fermes ordinaires, ont été l'objet de vives attaques(1): « La faculté de pouvoir *limiter les risques* enhardit les joueurs, les marchés à primes ne sont, dit-on, que des « ballons d'essais » pour les personnes inexpérimentées ; celui qui n'a pas le courage d'acheter ferme des actions aura toujours assez de courage pour prendre des primes. »

« Toutes les formes des marchés à primes, — dit M. Ichenhauser, — portent en elles les signes caractéristiques de purs marchés différentiels. D'ailleurs, les marchés à primes ne sont-ils point superflus ? »

On ne discute plus aujourd'hui de l'importance économique qu'ont les marchés à terme ferme, comme régulateurs et égalisateurs de prix dans le temps et à travers l'espace ; vendeurs et acheteurs, sans titres ou sans argent, contribuent, si leurs prévisions sont exactes, à assurer sans à-coup la répartition des titres et des marchandises, et à égaliser les prix en « des lames plus douces ». Ils jouent dans les marchés le rôle que le volant a sur la machine. Personne ne songe à nier l'utilité de ce dernier qui, de prime abord, paraît être un organe parasitaire ; il assure la marche régulière de la machine en lui transmettant sa force acquise quand le moteur faiblit, et

(1) Sayous, *Pp. c.*, p. 312 et 354.

en opposant un frein aux « emballements » de celui-ci ; de même les vendeurs arrêtent souvent la hausse ou du moins servent de correctif à ses exagérations, et quand les cours s'effondrent les baissiers contiennent les cours en se rachetant.

La réprobation que certains ont gardée pour les marchés à primes a son origine dans la méconnaissance ou la connaissance imparfaite qu'ils ont de ces marchés ; en effet, — dit-on, — n'y a-t-il pas un indice de jeu dans le droit alternatif qu'un spéculateur a de maintenir ou de rompre une opération moyennant le paiement d'une légère somme ; le fait de limiter les risques n'est-il pas un encouragement pour l'acheteur à prendre des positions inconsidérées à la hausse, et, en conséquence, à jeter le trouble sur le marché, en faussant les prévisions ?

En un mot, le marché à prime participe-t-il plus du hasard, qui a toujours un rôle néfaste, que de la spéculation qui est utile ?

L'argument principal que l'on invoque à l'encontre des marchés à primes est la possibilité qu'a une partie de *limiter ses risques*.

Ce grief n'est qu'apparent et ne porte que sur des mots ; en effet, nous nous sommes spécialement appliqué, au début de ce travail, à démontrer que les situations de l'acheteur et du vendeur de primes étaient égales et que leurs chances de gain et de perte étaient identiques. Pourrait-il, d'ailleurs, en être autrement ? En effet, dans la prime pour lever, par exemple, si l'acheteur de primes a limité sa perte, il a diminué ses chances de gain ; il en est de même du vendeur qui « limite » son gain, mais augmente ses chances de le réaliser ; d'où il résulte que les risques de gain et de perte des deux parties sont égaux puisque l'acheteur à prime réalisera exceptionnellement un bénéfice important, tandis que le vendeur réalisera un gain limité, mais plus souvent ; la somme des gains et des pertes de chacun d'eux doit s'égaliser sur une longue période ; il va sans dire que ce raisonnement ne s'appuie que sur le calcul des probabilités puisque c'est lui qui est à la base des opérations à prime.

L'argument présenté tombe si on donne aux mots « limiter ses risques » une interprétation non pas littérale mais conforme à la réalité des faits.

CHAPITRE II

UTILITÉ ÉCONOMIQUE DES MARCHÉS A PRIME

Un deuxième reproche fait aux marchés à primes est qu'ils sont inutiles et superflus :

a) *Ils régularisent, en les prévoyant, les cours dans le temps.*

— Comme les spéculateurs à terme ferme, les acheteurs et vendeurs à primes, à l'affût d'un bénéfice, profiteront de tous écarts de cours prévus, à la hausse ou à la baisse, pour acheter ou vendre ; ils jouent ainsi le rôle de régulateurs de prix. Les marchés à primes étant plus souples que les marchés fermes, ceux-là précèdent toujours ceux-ci dans leurs prévisions ; prévoit-on une hausse ou une baisse, les écarts des primes se tendent ou se détendent souvent démesurément ; nous avons dit, en effet, plus haut, que les marchés à primes subissent les influences du marché beaucoup plus sensiblement que les marchés fermes. On dit, et par là on désigne les rôles respectifs du comptant, du terme ferme et des primes, que le premier est l'avant-garde de la troupe, le second en est le gros, et que les primes en sont les éclaireurs.

La comparaison est ici parfaitement exacte, les éclaireurs, quand il n'y a pas de danger, précèdent la troupe de loin, mais, quand celui-ci est proche, ils se replient. Si l'on admet que les marchés à primes contribuent à prévoir comme le ferme et ainsi à stabiliser les cours à leur plus juste prix, leur utilité économique est démontrée.

« Plus grave est l'accusation portée contre les marchés à primes de troubler le marché et de rendre plus difficile l'appréciation sérieuse de la situation. » Le payeur de primes ne produit une impression sur le marché qu'à l'arrivée du terme lorsqu'il trouve avantageux de faire usage de son droit d'acheter, et qu'il ne veut point ou ne peut point payer les titres, mais qu'il se liquide en revendant : C'est à la réponse, ou quelques

jours avant la réponse que se produisent ces mouvements désordonnés qui trouvent leur origine dans la transformation des opérations conditionnelles en ferme, ou dans l'abandon des primes qui résilient les contrats.

Mais ces mouvements de réponse sont facilement prévus par les spéculateurs qui, en se basant sur les variations plus ou moins rapides du ferme pendant le terme, connaissent par avance l'importance approximative des primes levées ou abandonnées. Ainsi les acheteurs ou vendeurs ont eu le temps et la possibilité de se liquider ou de se couvrir.

b) *Ils jouent un rôle d'assurance en couvrant les opérations à terme en valeurs et marchandises.* — Mais là ne se borne pas leur fonction. Ils jouent aussi un rôle d'assurance et servent à couvrir des opérations à terme en valeurs ou marchandises.

Premier exemple. — X. de Bordeaux a passé avec Y. de Cardiff un marché portant sur la vente de 1000 hectolitres de blé, livrables à 6 mois, au prix de 100 francs l'hectolitre. X. ne possède pas encore la marchandise qu'il se propose d'acquérir au moment de la récolte et qu'il livrera à cette époque. Mais, afin de ne pas courir un risque de perte résultant de la hausse du blé, il achète à Z. aussitôt la même quantité de blé à la même échéance que son premier marché, mais à prime ; à 100 francs, dont 2 francs.

A l'expiration des 6 mois, époque de l'exécution des contrats, trois hypothèses peuvent être envisagées :

Première hypothèse. — *Les cours sont en hausse : cote 102 fr.* — X. lève la prime et exige la livraison de 1000 hectolitres de blé à Z. en lui payant 102 francs par hectolitre et fait livraison de cette marchandise à Y. qui lui verse 100 francs : perte 2 francs par hectolitre.

2^e hypothèse. — *Les cours du blé ont baissé : cote 85 fr.* — X. abandonne la prime à Z. et résilie ainsi son achat conditionnel. Perte 2 francs. Il achète sur le marché les 1000 hectolitres de blé, coût : 85 francs par hecto et en fait livraison à Y. de qui il reçoit 100 francs. Gain + 15 francs — 2 francs de prime : bénéfice total : + 13 francs.

3^e hypothèse. — Les cours n'ont pas sensiblement varié : cote 98. — X. abandonne la prime, 2 francs, à Z. et résilie son achat ; il achète sur le marché les 1000 hectolitres de blé à 98 francs et en fait livraison à Y. de qui il reçoit 100 francs ; d'où A. 98 ; V. 100 : Bénéfice + 2 fr., moins la prime — 2 fr. : le résultat de l'opération est nul.

Si X. avait pu se procurer l'hecto-	96	+ 2
litre de blé à 99 francs, il eût perdu	97	+ 1
1 franc ; à 100 francs et au-dessus,	98	0
sa perte constante eût été de 2 fr.,	99	— 1
comme le montre l'échelle ci-contre.	100	V. — 2
D'où il résulte qu'un spéculateur	101	— 2
pourra convenir de ventes à décou-	102	— 2
vert à une longue échéance s'il con-	103	— 2
sent en baisse à diminuer son prix de	120	— 2 etc...

vente de l'importance de la prime :

100 — 2 = 98 francs, tout en étant assuré qu'en hausse sa perte ne pourra jamais être supérieure à l'écart entre le cours de la vente et celui de l'achat à prime.

Ce moyen de couverture correspond à la vente ferme contre prime française, ou la vente ferme contre achat du call anglais, ou bien au put.

Deuxième exemple. — Le coke anglais cote (vers le 20 avril 1923) 40 sh. la tonne cif à Cardiff. Y. exportateur charbonnier anglais achète « put » et à 3 mois à X. : Cie française, 1000 tonnes de coke à 40/, put 2/, c'est-à-dire que Y. acquiert le droit de livrer à l'échéance donnée les 1000 tonnes de coke ou bien de ne pas les livrer à X., mais quel que soit le parti pris, le put est toujours payé.

A l'échéance du marché, 3 hypothèses sont possibles :

Première hypothèse. — Le coke cote 45/, Y. résilie son contrat en abandonnant 2/ ; sinon, il eût été obligé de se procurer la marchandise au prix de 45/ et eût perdu de ce fait 5/ plus le put 2/ : perte totale 7/.

2^e hypothèse. — Cote 35/. Y. maintient son contrat, et achète le coke sur le marché à 35/ qu'il livre à X. et reçoit de lui 40/ moins le put ou 38/ d'où A. 35/, V. 38/, Bénéfice + 3/.

3^e hypothèse. — Cote 38/. A ce cours Y. achète et livre, et reçoit de X. 40/ moins le put 2/ : Résultat nul.

En fait, Y. obligé de payer à X. un put doit	36	2
se considérer vendeur à $40/ - 2/ = 38/$, et,	37	+ 1
sur cette base suivant le cours coté, faire	38	V. 0
usage de l'un ou de l'autre des droits qu'il	39	— 1
possède de livrer ou de ne pas livrer ; il est	40	— 2
évident que sa perte ne saurait être supé-	42	— 2
rieure au put ; ici, 2/.	50	— 2

Nous avons choisi deux exemples élémentaires, mais les opérations sur marchandises se prêtent à des combinaisons aussi compliquées et aussi variées que celles qui s'appliquent aux valeurs. Ex. : Call et put of more, achat ferme et achat put double, ou vente ferme et achat call double, etc..

Il ressort des explications ci-dessus que le spéculateur à prime limite sa perte, dans un sens, mais conserve l'espoir d'un bénéfice dans l'autre ; tandis que si le spéculateur ferme réussit également, grâce au marché à terme, à se couvrir contre les risques de perte entre le moment où il passe un marché et celui où il doit l'exécuter, il s'interdit toute possibilité de réaliser un bénéfice.

Dans le premier exemple, X. aurait pu vendre à terme et acheter au comptant.

Quelle eût été la situation de Y. et de X. ?

Première hypothèse. — Les cours sont en hausse à l'échéance. — Y. se rachète et la perte qu'il subit de ce fait, égale à l'écart entre le cours de vente et d'achat, est exactement compensée par la plus-value acquise par la marchandise achetée au comptant.

2^e hypothèse. — Les cours ont baissé à l'échéance. — En rachetant encore Y. réalise un bénéfice égal à la perte résultant de la dépréciation de la marchandise acquise au comptant.

Les marchés à primes, comme les marchés à terme, offrent donc des facilités légitimes et nombreuses au commerce en servant de couverture, quoique de façon différente, à des opérations de longue haleine. C'est aux contrats d'assurance et non aux paris que l'on doit comparer les marchés à primes, et dans de telles limites, le rôle qu'ils remplissent est des plus légitimes.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
BIBLIOGRAPHIE	I à VIII

INTRODUCTION

Objet et sources de cette étude. — De la technique économique et pratique des marchés à primes dans les Bourses de Valeurs. — Caractères particuliers et Divisions de cette étude : a) Lois économiques des Marchés à primes ; b) Exposé technique de leur mécanisme ; c) Bourses étrangères.....	IX à XV
---	---------

LIVRE I

MARCHÉ DE PARIS

PREMIÈRE PARTIE. — Marchés au comptant et à terme en général.

CHAPITRE I. — <i>Marchés au comptant</i>	3
CHAPITRE II. — <i>Technique générale des Marchés à terme</i>	4
CHAPITRE III. — <i>Trois modes de Règlement des marchés à terme</i>	6
1° Exécution effective	6
2° Compensation ou liquidation par deux opérations contraires	6
3° Marché Report	7
CHAPITRE IV. — <i>Marché Report</i>	8
1° Son rôle	8
2° Taux du report	10
3° Signification du taux des reports	13

DEUXIÈME PARTIE. — Marchés à primes ou conditionnels : considérations générales	
CHAPITRE I. — <i>Définition de la prime. — Bonification de prix et dédit</i>	15
CHAPITRE II. — <i>Nature juridique des marchés à primes</i>	17
CHAPITRE III. — <i>Mode de cotation et désignation des primes : quotités, échéance</i>	19
CHAPITRE IV. — <i>Différentes catégories de primes</i> ...	21
1° Primes portant sur l'exécution du marché	21
2° Primes portant sur le mode d'exécution du marché	21
3° Primes portant sur l'objet du marché	22
4° Primes portant sur l'échéance du marché	22
CHAPITRE V. — <i>Importance des Marchés à primes</i> .	21
TROISIÈME PARTIE. — Notions générales sur le mécanisme des opérations à primes	
CHAPITRE I. — <i>Différence entre les marchés ferme et à primes, dans les rapports entre contractants, et nécessité d'un cours à prime différent de celui du ferme</i>	25
CHAPITRE II. — <i>Fixation du cours des primes</i>	27
1° Rôles respectifs de l'écart et de la prime	27
2° Rôles conjugués de l'écart et de la prime	29
CHAPITRE III. — <i>Etude et développement des opérations d'achat et de vente à primes</i> ..	32
CHAPITRE IV. — <i>Liquidation et réponse des primes</i> ...	41
1° Influence de la réponse sur les positions individuelles	41
2° Influence de la réponse sur la position de place. .	43

	Pages
QUATRIÈME PARTIE. — Technique économique des marchés à primes.	47
CHAPITRE I. — <i>Lois économiques auxquelles obéissent les marchés à primes ...</i>	47
1° L'écart augmente en raison directe de l'im- portance de la valeur	48
2° L'écart croît en raison inverse de la quotité de la prime	49
3° L'écart croît à mesure que l'échéance du marché s'éloigne	49
CHAPITRE II. — <i>Trois corollaires ...</i>	51
1° L'écart croît relativement plus vite que n'aug- mente l'importance de la valeur	51
2° L'écart croît relativement plus vite que ne di- minue la quotité de la prime	51
3° L'écart croît relativement plus vite que ne s'éloi- gne l'échéance du marché	51
CINQUIÈME PARTIE. — Etude pratique des marchés à primes.	57
TITRE I. — Opérations simples.	58
CHAPITRE I. — <i>Achat à prime. — Ses caractères. — Ses modes possibles de liquida- tion avant ou à la réponse des primes ...</i>	58
CHAPITRE II. — <i>Vente à prime. — Ses caractères. — Ses risques ...</i>	60
APPENDICE. — Ce qu'on entend par échelle des primes.	60
TITRE II. — Opérations complexes.	62
Trois modes de classement.	62
1° Classement analytique	62
2° Classement : opérations à risques limités et illimités	63
3° Classement : opérations à la hausse, à la baisse, en bénéfice sur maintien des cours, en bénéfice résultant de gros mouvements de cours, dites « à cheval »	61

	Pages
SECTION I. — Opérations ferme c/ prime et prime c/ ferme.	65
CHAPITRE I. — Opérations dirigées à la hausse ...	65
1° Achat ferme c/ vente de primes en quantité égale.	65
2° Achat ferme c/ vente de primes en quantité inférieure	67
3° Influence dans les Marchés ferme c/ prime des trois facteurs :	
a) Quotités des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues.....	67
4° Vente de primes sur titres en portefeuille	71
CHAPITRE II. — Opérations dirigées à la baisse....	74
1° Vente ferme c/ achat de primes en quantité égale	74
2° Vente ferme c/ achat de primes en quantité inférieure	75
3° Influence dans les marchés prime c/ ferme des trois facteurs :	
a) Quotité des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues.....	77
CHAPITRE III. — Opérations en bénéfice sur maintien des cours	80
1° Achat ferme c/ vente de primes en quantité supérieure.....	80
2° Influence dans ces opérations des trois facteurs :	
a) Quotités des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues.....	81
CHAPITRE IV. — Opérations en bénéfice résultant de gros mouvements de cours, dites « à cheval »	84
1° Vente ferme c/ achat de primes en quantité supérieure	84

2° Influence dans ces opérations des trois facteurs :	
a) Quotités des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues.....	85
SECTION II. — Opérations primes c/ primes.	88
Trois modes de classement.	89
1° Classement analytique	89
2° Classement : opérations à risques limités et illimités	89
3° Classement : opérations à la hausse, à la baisse, en bénéfice sur maintien des cours, en bénéfice résultant de gros mouvements de cours, dites « à cheval »	90
CHAPITRE I. — Opérations dirigées à la hausse	91
1° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus petite.....	91
2° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime égale	93
3° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse	93
4° Achat d'une prime c/ vente en quantité égale d'une prime plus petite	95
CHAPITRE II. — Opérations dirigées à la baisse..	97
1° Achat d'une prime c/ vente en quantité égale d'une prime plus grosse :.....	97
2° Achat d'une prime c/ vente en quantité supérieure d'une prime plus grosse	98
3° Achat d'une prime c/ vente en quantité supérieure d'une prime égale	99
CHAPITRE III. — Opérations en bénéfice sur maintien des cours	101
1° Achat de primes c/ vente en quantité inférieure de primes plus petites	101
CHAPITRE IV. — Opérations en bénéfice résultant de gros mouvements de cours, dites « à cheval »	103
Achat de primes c/ vente en quantité inférieure de primes plus grosses	103

	Pages
CHAPITRE V. — 1 ^o Influence dans chacune des opérations primes c/ primes des trois facteurs	
a) Quotités des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues	105
2 ^o Influence dans chaque groupe des trois facteurs :	
a) Quotité des primes ;	
b) Echéance ;	
c) Quantités vendues	112
3 ^o Influence dans chaque groupe de deux facteurs :	
a) Echéance ;	
b) Quantités vendues.....	112
APPENDICE. — <i>Opérations dites liées.</i> — La simultanéité de la conclusion des contrats dans les marchés comportant plusieurs opérations combinées entre elles est indispensable	115
SIXIÈME PARTIE. — L'Art de défendre et de liquider les opérations à primes.	117
<i>Des influences autres que la loi de l'offre et de la demande qui régissent le cours des primes.....</i>	117
1 ^o L'écart croît plus vite que ne s'éloigne l'échéance, ou que ne diminue la quotité de la prime, et inversement.....	117
2 ^o Le temps travaille pour le vendeur et contre l'acheteur puisque l'écart se détend à mesure que l'échéance se rapproche	118
3 ^o Les cours des primes subissent et expriment plus rigoureusement la tendance du marché, que ceux du comptant ou du ferme.....	120
TITRE I. — Opérations simples.	122
CHAPITRE I. — <i>Achat à prime</i>	122
CHAPITRE II. — <i>Vente à prime</i>	124

**TITRE II. — Opérations complexes à risques
illimités.**

126

**SECTION I. — Opérations ferme c/ prime, et
prime c/ ferme.**

127

- 1° Achat ferme c/ vente à prime en quantité inférieure 127
- 2° Opérations de défense en hausse et en baisse... 128
- 3° Achat ferme c/ vente à prime en quantité égale.. 129
- 4° Opérations de défense en hausse et en baisse.... 130
- 5° Achat ferme c/ vente à prime en quantité supérieure 131
- 6° Opérations de défense en hausse et en baisse 131
- 7° Vente ferme c/ achat à prime en quantité inférieure 135
- 8° Opérations de défense en hausse et en baisse ... 135

SECTION II. — Opérations à primes c/ primes. 136

- 1° Vente d'une prime c/ achat d'une prime plus grosse en quantité inférieure 136
- 2° Opérations de défense en hausse et en baisse ... 136
- 3° Vente d'une prime c/ achat d'une prime plus petite en quantité inférieure 139
- 4° Opérations de défense en hausse et en baisse ... 139

**TITRE III. — Opérations complexes à risques
limités.**

**SECTION I. — Opérations ferme c/ prime et prime
c/ ferme.**

142

- 1° Vente ferme c/ achat à prime en quantité égale.. 142
- 2° Opérations de défense en hausse 142
- 3° Vente ferme c/ achat à prime en quantité supérieure 145
- 4° Opérations de défense en hausse..... 145

SECTION II. — Opérations à primes c/ primes. 148

**A) 1^{er} Groupe. — Opérations dans lesquelles la somme
des primes achetées est plus grande que celle des
primes vendues.....** 148

- 1° Achat d'une prime c/ vente d'une prime plus petite en quantité inférieure 148

	Pages
2° Opérations de défense en hausse et en baisse....	148
3° Achat d'une prime c/ vente d'une prime plus petite en quantité égale	152
4° Opérations de défense en hausse et en baisse....	152
B) 2 ^e Groupe. — <i>Opérations dans lesquelles la somme des primes vendues est plus grande que celle des primes achetées.....</i>	153
1° Achat d'une prime c/ vente en quantité inférieure d'une prime plus grosse	153
2° Opérations de défense en hausse	153
3° Achat d'une prime c/ vente en quantité égale d'une prime plus grosse	155
4° Opérations de défense en hausse	155
CONCLUSION. — Les combinaisons auxquelles peu- vent donner lieu les marchés à primes sont innom- brables ; Michaelis les compare aux images défilant dans un kaléidoscope	155
SEPTIÈME PARTIE. — Construction des échelles de primes.	158
SECTION I. — Opérations préliminaires à la construction des échelles de primes.	158
SECTION II. — Exemple d'une échelle comportant des opérations ferme et à primes.	163
SECTION III. — Exemple d'une échelle ne comportant que des opérations à primes.	168
HUITIÈME PARTIE. — Couvertures.....	173
1° Définition. — Décret du 7 octobre 1890	173
2° Les couvertures exigées pour les différentes opé- rations à primes simples et complexes	174
NEUVIÈME PARTIE. — Courtages et impôts.....	177

LIVRE II

MARCHÉ DE LONDRES

INTRODUCTION	183
1° Les Membres du Stock-Exchange	183
2° Opérations au comptant, à terme ferme, à primes	184
TITRE I. — Différences entre les opérations à options à Londres et les opérations à primes à Paris.	186
a) Quotité des options arbitraires ; b) une seule option d'imp ortance donnée sur une même valeur ; c) absence d'écart de prime ; d) l'option est plus lourde que la prime ; e) échéance plus éloignée ; f) cotation différente.	
TITRE II. — Diverses catégories d'options du Marché de Londres.	189
CHAPITRE I. — <i>Call</i>	189
1° Définition ;	
2° Acheteur de call : prime levée, prime abandonnée, réalisation graduelle en hausse	189
3° Vendeur de call : Achat à découvert, achat ferme c/ vente du call, Vente du call sur titres en portefeuille	191
CHAPITRE II. — <i>Put</i>	193
1° Définition ;	
2° Acheteur du put ; Prime levée, prime abandonnée, prime d'assurance contre la hausse	193
3° Vendeur du put : Achat à découvert, vente ferme c/ vente du put, l'acheteur et le vendeur du put réalisent tous deux un bénéfice. Achat ferme c/ achat du put, en quantité égale, ou en quantité double.....	195
APPENDICE I. — Wide-price options.	
a) Wide-price options call, ; b) Wide-price options put	196

	Pages
APPENDICE II. — Différence de prix entre le call et le put résultant du prix du report ou contango.....	197
CHAPITRE III. — <i>Put and call</i>	199
1° Définition	199
2° Opérations donnant des résultats identiques au put and call :	
a) Vente ferme c/ achat de la prime pour lever en quantité double, à Paris.....	
b) Achat ferme c/ achat de l'option put en quantité double	201
3° Acheteur du pac : Achat simple ; achat du pac et achat ferme ou vente ferme ultérieure ; achat du pac et vente du call, ou du put ; achat du pac et vente du call of more ou du put of more	202
4° Vendeur de pac : vente du pac et achat ferme ou vente ferme ; achat du call, vente de la moitié du Stock et vente du pac	205
CHAPITRE IV. — <i>Call of more</i>	207
1° Définition ; Prix de l'option call of more	207
2° Acheteur du call of more. Prime levée et abandonnée ; vente ferme c/ achat du call of more.	209
3° Vendeur du call of more, vente à découvert ; vente du call of more et achat ferme en quantité double	211
CHAPITRE V. — <i>Put of more</i>	213
1° Définition. Prix de l'option put of more	213
2° Acheteur du put of more, prime levée et abandonnée, rachat de couverture, rachats progressifs	214
3° Vendeur du put of more, prime levée et abandonnée, vente du put of more c/ vente ferme ..	216
TITRE III. — Etude pratique des Marchés à options.	218
CHAPITRE I. — <i>Deux modes de classement</i>	218
1° Classement analytique	218

	Pages
2° Classement : opérations dirigées à la hausse, à la baisse, en bénéfice sur maintien des cours, en bénéfice résultant de gros mouvements de cours	218
CHAPITRE II. — <i>Opérations dirigées à la hausse :</i>	
1° Achat ferme c/ achat call ;	
2° Achat ferme c/ vente call ;	
3° Achat ferme c/ achat put ;	
4° Achat ferme c/ vente put ;	
5° Achat du call of more ;	
6° Vente du put of more	221
CHAPITRE III. — <i>Opérations dirigées à la baisse. :</i>	
1° Vente ferme c/ achat call ;	
2° Vente ferme c/ vente call ;	
3° Vente ferme c/ achat put ;	
4° Vente ferme c/ vente put ;	
5° Achat du put of more ;	
6° Vente du call of more	223
CHAPITRE IV. — <i>Opérations en bénéfice sur de gros mouvements de cours.</i>	
1° Achat ferme, achat du put en quantité supérieure ;	
2° Vente ferme, achat du call en quantité supérieure	225
CHAPITRE V. — <i>Opérations en bénéfice sur maintien des cours.</i>	
1° Achat ferme c/ vente du call en quantité supérieure ;	
2° Vente ferme c/ vente du put en quantité supérieure	227
CHAPITRE VI. — <i>Liquidation générale. — Réponse des primes</i>	
	228
CHAPITRE VII. — <i>Arbitrages</i>	
	229
1° Achat ferme c/ vente du call à Londres. Achat d'une prime à Paris	229

	Pages
2° Achat ferme c/ vente du call à Londres en quantité supérieure, et achat de petites primes à Paris, comme couverture.....	230

LIVRE III

MARCHÉS CONDITIONNELS ALLEMANDS

CHAPITRE I. — *Différentes sortes de primes.*

Les primes négociées sur le Marché de Berlin sont nombreuses et variées, et portent sur l'exécution même du marché, l'objet du marché, le mode d'exécution du marché, ou l'époque de l'exécution du marché	233
--	-----

CHAPITRE II. — *Options portant sur l'exécution de la Convention*

235

SECTION I. — **Prime pour lever, Vorpraemie :** **Définition.**

235

SECTION II. — **Prime pour livrer, Ruckpraemie :** **Définition.**

236

SECTION III. — **Prime double : Zweipraemie :** **Définition.**

236

1° Acheteur de Zweipraemie 238

2° Vendeur de Zweipraemie 240

Caractères qui distinguent cette option du Pac anglais et du Stellage.

CHAPITRE III. — *Options portant sur le mode d'exécution de la Convention*

242

SECTION I. — **Stellage.**

1° Définition 242

2° Caractères particuliers, absence de prime, mode de cotation, prix du Stellage 242

Pages

3 ^o Acheteur de Stéllage; achat du Stéllage, vente ultérieure en hausse, rachat en baisse, achat du Stéllage, achat ultérieur en hausse, rachat en hausse	247
4 ^o Vendeur de Stéllage, vente d'un Stéllage liquidé par achat d'un stéllage avec écart plus petit; vente d'un Stéllage c/ vente ferme, et achat de double de Vorpraemie; vente de Stéllage et vente ferme; vente de Stéllage et achat à prime, Vorpraemie, Vente de Stéllage et vente ferme c/ achat à prime, Vorpreaemie	248

SECTION II. — Prime à double tranchant, «Das Zweischneidige». 249

1 ^o Définition	249
2 ^o Son prix, son mode de cotation	250
3 ^o Vendeur de Zweischneidige	251
4 ^o Acheteur de Zweischneidige	252

CHAPITRE IV. — Options portant sur l'époque de l'exécution

SECTION I. — Das Wandelgeschaeft, Option permettant d'avancer ou retarder l'échéance du marché	255
1 ^o Définition	255
2 ^o Acheteur dans le Marché Wandelgeschaeft	256
3 ^o Vendeur dans le marché Wandelgeschaeft	257

CHAPITRE V. — Options portant sur l'objet de l'exécution.

SECTION I. — Option donnant le droit de demander livraison ou faire livraison d'une quantité plus grande de valeurs que celle convenue, Nochgeschaefte	259
A) Nature de ces marchés	259
B) Prix de l'option réservée à l'acheteur	260
1 ^o Achat de l'option « mit noch »	260
2 ^o Vente de l'option « mit noch »	261

	Pages
C) Prix de l'option réservée au vendeur	261
1° Achat de l'option « mit noch »	262
2° Vente de l'option « mit noch »	262
SECTION II. — Option donnant le droit de de- mander en livraison ou de livrer une quantité inférieure de valeurs à celle convenue (Schluss auf fest und offen)	263
1° Définition	263
2° Prix de l'option réservée à l'acheteur	264
3° Prix de l'option réservée au vendeur	264
APPENDICE. — Le marché de Berlin offre aux spé- culateurs conditionnels un champ d'action très vaste. Réponse des primes ou « Præmierklærung »...	265
CONCLUSION. — Critiques et reproches adressés aux marchés à Primes. — Réfutation.	267
CHAPITRE I. — Les marchés à primes ne reposent pas sur le hasard et ne sont pas immoraux, en raison de la faculté qu'a une partie « de limiter ses risques »	267
CHAPITRE II. — Utilité Economique des marchés à Primes	269
1° Ils régularisent les cours, en les prévoyant	269
2° Ils jouent un rôle d'assurance en couvrant des	
opérations à terme en valeurs et marchan-	
dises	270

